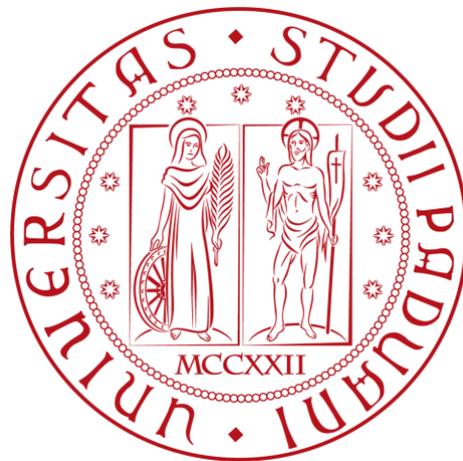


UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED
AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA



TESI DI LAUREA

RIFORME DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO
E PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Relatore: Marco Bertoni

Laureanda: Laura Mazzocca
Matricola: 1113074
ANNO ACCADEMICO 2017-2018

INDICE

Introduzione.....	5
PARTE I - LE RIFORME DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO	6
1.1.1 Il sistema pensionistico pre-riforma	6
1.1.2 La riforma Amato (D.lgs. n. 503/1992 e D.lgs.124/1993)	7
1.1.3 La riforma Dini (L.n. 335/1995)	7
1.1.4 La riforma Prodi (L.n.449/1997)	8
1.1.5 La riforma Maroni (D.lgs.n.252/2005)	8
1.1.6 La riforma Damiano (o Prodi bis) (L.n.247/2007)	9
1.1.7 La riforma Sacconi (D.lgs.78/2010)	9
1.1.8 La riforma Fornero (D.lgs.201/2011)	9
1.2 I METODI DI CALCOLO DELLA PENSIONE DI NUOVA LIQUIDAZIONE.....	11
1.3 VALUTAZIONE DELLE MISURE MESSE IN ATTO DALLE RIFORME	11
1.4 LA PREVISIONE DELL'ANDAMENTO DELLA SPESA PENSIONISTICA	15
PARTE II - EVIDENZA EMPIRICA DEL RAPPORTO DI SOSTITUIBILITÀ TRA PRESTAZIONI PENSIONISTICHE PUBBLICHE E RISPARMIO PRIVATO	16
2.1 Social Security and Households' Saving (Attanasio e Brugiavini)	16
2.2 Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation (Bottazzi, Jappelli e Padula)	19
2.3 Pension expectations and reality (Baldini, Mazzaferro e Onofri)	23
2.4 Evidenza per altri Paesi	26
PARTE III – LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE	29
3.1 I PILASTRI DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO	29
3.2 LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE	30
3.2.1 Il funzionamento.....	32
3.2.2 Risk management nei Fondi Pensione	33
3.2.3 La fiscalità	34
3.2.4 I costi	35
3.3 I RISULTATI DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE NEL 2017	36
3.3.1 La struttura dell'offerta previdenziale	36
3.3.2 Composizione degli investimenti e rendimenti	38
3.4 LE CAUSE DELLA SCARSA DIFFUSIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE	39
3.5 I TASSI DI SOSTITUZIONE DELLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA E COMPLEMENTARE	42
3.6 CONSIDERAZIONI FINALI	43
Conclusioni	45
Bibliografia	47

RINGRAZIAMENTI

Vorrei rivolgere un ringraziamento particolare al mio relatore, il professor Marco Bertoni, per la competenza con cui mi ha seguita in questi mesi e per la grande disponibilità che mi ha sempre dimostrato.

Ringrazio inoltre il professor Weber, per la preziosa consulenza offertami.

INTRODUZIONE

Nell'ultimo ventennio il sistema previdenziale italiano è stato interessato da numerose riforme, motivate dalla necessità di ridurre il peso sempre più incontenibile della spesa pensionistica sulle finanze pubbliche. Tale obiettivo è stato perseguito attraverso l'introduzione del regime contributivo in luogo di quello retributivo, l'elevamento dell'età pensionistica, l'adeguamento dei requisiti minimi per l'accesso al pensionamento all'aspettativa di vita, fino ad arrivare all'istituzione della previdenza complementare; complessivamente, questi interventi hanno modificato profondamente l'assetto del sistema, raggiungendo importanti risultati in termini di sostenibilità finanziaria.

Il primo capitolo presenta le principali riforme attuate in questi anni, partendo dalla riforma Amato del 1992 fino ad arrivare alla riforma Fornero del 2011; successivamente, vengono discusse le più importanti misure messe in atto, valutando la loro efficacia in termini di sostenibilità finanziaria e gli effetti avuti sulla spesa pensionistica.

Il secondo capitolo si propone di individuare l'impatto avuto dalle riforme attuate sulle scelte di consumo e di risparmio della popolazione: dopo aver osservato il modo in cui i provvedimenti introdotti hanno influenzato gli importi pensionistici di diversi gruppi di individui, dall'analisi di alcuni importanti studi della letteratura economica viene ricavata un'evidenza empirica del rapporto di sostituibilità presente tra la ricchezza pensionistica (la somma di tutte le prestazioni pensionistiche che spettano ad un individuo) e l'accumulazione di ricchezza privata.

La terza parte della tesi introduce le forme di previdenza complementare, illustrandone le caratteristiche principali, i punti fondamentali della normativa che ne regola il funzionamento, ed esponendo infine alcuni dati di sintesi forniti dalla relazione della Covip per l'anno 2017; segue una veloce analisi degli effetti della previdenza complementare sui tassi di sostituzione; conclude il capitolo una discussione delle cause che hanno limitato la diffusione della previdenza complementare fino ad oggi.

Infine, vengono proposte alcune considerazioni conclusive sulla sostenibilità del sistema pensionistico attuale, sia in termini di sostenibilità finanziaria che in termini di sostenibilità sociale, ponendo particolare attenzione agli aspetti dell'adeguatezza e dell'equità.

LE RIFORME DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO

Fin dalla sua nascita il sistema pensionistico italiano si è basato sul criterio a ripartizione: i contributi versati dai lavoratori e dalle aziende agli enti di previdenza venivano utilizzati per finanziare le pensioni di chi in quel momento si trovava in pensione. Tale sistema presupponeva implicitamente un equilibrio tra flusso in entrata (i contributi) e flusso in uscita (le pensioni pagate).

Negli anni '80, però, si è iniziato a creare un disavanzo di bilancio, causato da fattori economici e demografici:

- economici: l'Italia stava assistendo ad un forte rallentamento dell'economia, a cui lo Stato ha reagito aumentando la spesa pubblica al fine di sostenere la disoccupazione e le imprese in crisi, creando però un forte aumento del debito pubblico; la crisi economica, dall'altra parte, stava causando anche la diminuzione delle entrate contributive.
- demografici: in quegli anni inoltre si stava verificando un progressivo aumento della vita media della popolazione e, contestualmente, un calo delle nascite.

Negli anni '90 lo Stato italiano ha iniziato ad intraprendere importanti riforme strutturali per il riequilibrio dei conti pubblici, con l'obiettivo di controllare la spesa pubblica per le pensioni, che stava assumendo dimensioni troppo elevate rispetto al Prodotto Interno Lordo (PIL).

I caratteri distintivi del sistema pensionistico "pre-riforma" sono illustrati di seguito. Segue una rassegna dei principali interventi legislativi intervenuti nel sistema pensionistico italiano, dal 1992 al 2011.

1.1.1 SISTEMA PENSIONISTICO PRE-RIFORMA

1. Basato sul sistema a ripartizione.
2. Le pensioni venivano calcolate con il metodo retributivo: $P = \beta \times R_p \times L$

Con: R_p = media retribuzioni degli ultimi 5 anni rivalutate al costo della vita; $\beta=2\%$ (max $\beta L=80\%$)

3. Indicizzazioni: all'inflazione (semestrale) e al tasso di crescita dei salari (annuale)
4. Requisiti pensione di vecchiaia: $L \geq 15$ anni ed età anagrafica 60 anni per gli uomini e 55 anni per le donne
5. Requisiti pensione di anzianità: $L \geq 35$ anni

La normativa vigente garantiva un livello di prestazioni massimo prossimo all'80% dell'ultima retribuzione, ed il livello della prestazione risultava indipendente dall'età di pensionamento.

1.1.2 RIFORMA AMATO (D.lgs. n. 503/1992 e D.lgs.124/1993)

1. Le pensioni vengono rivalutate solamente in funzione dell'inflazione (e non più in funzione della dinamica dei salari reali); la rivalutazione avviene con cadenza annuale (e non più semestrale);
2. La pensione di anzianità dei soggetti con più di 15 anni di contributi versati nel 1992 viene calcolata sulla media delle retribuzioni degli ultimi 10 anni (e non degli ultimi 5) se lavoratori dipendenti, e degli ultimi 15 anni (non più 10) se lavoratori autonomi. La pensione dei neoassunti e dei lavoratori con meno di 15 anni di contributi verrà calcolata sulla media delle retribuzioni dell'intera vita lavorativa. Vengono richiesti 35 anni di contributi;
3. Per la pensione di vecchiaia viene stabilito come periodo minimo di contribuzione 20 anni (e non più 15), e vengono fissati i requisiti di età di 65 anni per uomini e 60 per le donne, da raggiungersi progressivamente nel 2003;
4. Viene introdotta per la prima volta la previdenza complementare, e ne vengono definite le caratteristiche strutturali.

1.1.3 RIFORMA DINI (L.n.335/1995)

- Istituisce il pensionamento flessibile nella fascia tra i 57 e i 65 anni; la pensione è crescente con l'età di pensionamento;
- Prevede il passaggio dal sistema retributivo quello contributivo¹; tale passaggio tuttavia interessa i lavoratori in modo diverso, a seconda della loro anzianità contributiva: per i lavoratori con più di 18 anni di anzianità contributiva alla fine del 1995 viene mantenuto il

¹ Secondo il metodo contributivo, i contributi versati nell'intera attività lavorativa vengono capitalizzati in base ad una media mobile di 5 anni sulla crescita del PIL; il montante dei contributi, ottenuto dalla somma dei versamenti rivalutati nel modo indicato, viene trasformato in una rendita utilizzando coefficienti variabili in funzione della speranza di vita dell'assicurato al momento del pensionamento e in base all'età individuale di accesso al pensionamento.

sistema retributivo; per i lavoratori con anzianità contributiva inferiore ai 18 anni viene previsto un sistema misto (retributivo fino al 1995 e contributivo per gli anni successivi); ai neoassunti a partire dal 1° gennaio 1996 viene applicato il sistema di calcolo contributivo;

- Il requisito minimo di contribuzione per le pensioni d'anzianità viene ridotto a 5 anni (e non più 20); l'anzianità contributiva è di 40 anni per il pensionamento prima dei 57 anni anagrafici;
- Il tasso di contribuzione viene portato al 32,7% dal 32% per i lavoratori dipendenti e al 20% dal 15% per gli autonomi;
- Introduce le cosiddette “finestre d'accesso” alla pensione di anzianità.

1.1.4 REVISIONE PRODI (L.n.449/1997)

- Accelera la fase transitoria: i lavoratori dipendenti possono conseguire la pensione di anzianità con 35 anni di contribuzione e almeno 57 anni di età, oppure con 40 anni di contributi versati e indipendentemente dall'età anagrafica;
- Introduce la possibilità di cumulare i trattamenti pensionistici di anzianità con i redditi da lavoratore autonomo.

1.1.5 RIFORMA MARONI (D.lgs.n.252/2005)

- Stabilisce incentivi per chi rinvia la pensione di vecchiaia²;
- Abolisce la flessibilità dell'età di pensionamento; viene fissata a 60 anni per le donne e a 65 per gli uomini l'età anagrafica per le pensioni di vecchiaia;
- Prevede un graduale aumento dei requisiti di età e di contribuzione per la pensione di anzianità, fino ad arrivare nel 2014 a 35 anni di contribuzione e 60 di età per i dipendenti e 61 per gli autonomi, che aumentano progressivamente a 62 e 63 rispettivamente nel 2014, o solo 40 anni di contribuzione;
- Mantiene la possibilità di andare in pensione di anzianità a 57 anni di età solo per le donne, ma con forti tagli all'assegno pensionistico e con un calcolo della pensione integralmente contributivo;
- Prevede un ampliamento progressivo della possibilità di cumulo tra pensioni e reddito da lavoro (sia dipendente sia autonomo) in funzione dell'anzianità contributiva e dell'età;
- Riorganizza interamente la disciplina della previdenza complementare.

² Il lavoratore dipendente del settore privato che decide di proseguire l'attività lavorativa, previo accordo col datore di lavoro, riceve il super bonus (contributi previdenziali ricevuti in busta paga invece che versati all'ente di previdenza, in importo pari al 32,7% dello stipendio) che è esente da tassazione

1.1.6 RIFORMA DAMIANO (O PRODI BIS) (L.n. 247/2007)

- Innalza a 58 anni della soglia anagrafica e 35 anni di contributi per un periodo di 18 mesi (dal 1° gennaio 2008 al 30 giugno 2009) e stabilisce a partire dal 1° luglio 2009 l'entrata in vigore delle quote³.
- Rivede i coefficienti di trasformazione (coefficienti che trasformano il montante in rendita vitalizia) per il calcolo della pensione, in funzione della vita media calcolata su dati ISTAT; la revisione dei coefficienti viene fissata ogni 3 anni, e la loro riduzione prevista è di circa il 6-8% rispetto ai quelli attuali;
- Introduce il sistema delle finestre periodiche.

1.1.7 RIFORMA SACCONI (D.lgs. 78/2010)

Gli effetti della riforma inizieranno a prodursi nel 2015.

- Aggancia il requisito di età pensionabile alla speranza di vita media: l'età anagrafica minima per aver accesso al trattamento pensionistico non è più fissa e certa ma viene periodicamente aggiornata per tener conto delle dinamiche e delle proiezioni demografiche. Le revisioni avranno cadenza triennale e utilizzeranno valori circa l'aspettativa di vita messi a disposizione dall'Istat;
- Modifica delle finestre a scorrimento⁴.

1.1.8 RIFORMA FORNERO (D.lgs 201/2011)

In atto a partire dal 1° gennaio 2012.

- Estende a tutti i lavoratori del metodo di calcolo contributivo "pro quota" per le anzianità maturate a decorrere dal 1° gennaio 2012;
- Abolisce il preesistente meccanismo delle finestre di accesso alla pensione, che vengono inglobate nei nuovi requisiti;

³Le cosiddette "quote" (somma dell'età anagrafica e degli anni di contributi) per l'accesso alla pensione di anzianità erano finalizzate ad abolire lo "scalone", cioè il passaggio dai 57 ai 60 anni previsto dalla riforma Maroni. Nel 2009 la quota da raggiungere è 95 (con almeno 59 anni di età), dal 2011 diventa quota 96 (con almeno 60 anni di età), mentre nel 2013 quota 97 (con almeno 61 anni di età).

⁴ Per ricevere il vitalizio bisogna raggiungere i requisiti contributivi e anagrafici previsti e poi aspettare che l'INPS apra la finestra. Tale meccanismo, da sempre previsto per le pensioni di anzianità, viene esteso anche a quelle di vecchiaia. Le finestre periodiche vengono sostituite dalla c.d. "finestra mobile" (o "a scorrimento"), che fissa la decorrenza del pensionamento di anzianità o di vecchiaia dopo 12 mesi per i lavoratori dipendenti, e 18 mesi per i lavoratori autonomi, dal momento in cui vengono maturati i requisiti. Una volta aperta la finestra, è possibile ottenere la pensione il mese successivo l'apertura della stessa. Lo scopo era prolungare la vita lavorativa ed uniformare il metodo delle finestre che prima creava disparità di trattamento.

- Sostituisce le pensioni di anzianità conseguibili attraverso le quote con due tipologie di trattamenti previdenziali: 1) pensione ordinaria di vecchiaia, 2) pensione anticipata.
- Aumenta progressivamente le aliquote contributive dai lavoratori autonomi fino al raggiungimento del 24% nel 2018;
- Adegua, a partire dal 2013, i requisiti anagrafici alla variazione della speranza di vita (già previsto dalla Legge n. 122/2010), nella misura iniziale di 3 mesi.
- Incentiva il proseguimento dell'attività lavorativa introducendo una fascia di flessibilità per l'accesso alla pensione, compresa tra 66 e 70 anni di età (62 e 70 anni per le donne del settore privato nel 2012).

1.La pensione di vecchiaia

Alla pensione ordinaria di vecchiaia si accede con un minimo di 20 anni di anzianità contributiva. Per i neoassunti dal 1° gennaio 1996 (regime totalmente contributivo), l'importo della pensione maturata deve essere superiore ad almeno 1,5 volte l'importo dell'assegno sociale rivalutato periodicamente alla media mobile quinquennale della variazione del PIL nominale, e pari a 643 euro nel 2012. A partire dal 1° gennaio 2012 i nuovi requisiti anagrafici sono: 66 anni di età per i lavoratori dipendenti e autonomi e per le lavoratrici dipendenti pubbliche; nel 2012 il requisito è di 62 anni per le lavoratrici dipendenti del settore privato, e 63 anni e 6 mesi per le autonome, stabilizzandosi infine nel 2018, a 66 anni sia per le lavoratrici dipendenti del settore privato sia per le lavoratrici autonome. L'equiparazione dell'età delle donne con gli uomini viene dunque raggiunta nel 2018.

2.La pensione anticipata

Dal 1° gennaio 2012 l'accesso alla pensione anticipata di vecchiaia è consentito, indipendentemente dall'età anagrafica, con un'anzianità contributiva di 42 anni e un mese per gli uomini e di 41 anni e un mese per le donne, aumentati ulteriormente di un mese nel 2013 e nel 2014. Tali requisiti vengono adeguati alla variazione della speranza di vita con periodicità triennale, biennale dal 2021. Gli iscritti dal 1° gennaio 1996 possono accedere alla pensione anticipata anche con un'anzianità contributiva di almeno 20 anni e 63 anni di età, a condizione che l'ammontare mensile della prima rata di pensione risulti essere superiore a 2,8 volte l'importo mensile dell'assegno sociale rivalutato periodicamente (circa 1.200 euro per il 2012). Sono tuttavia previste penalizzazioni per chi sceglie il pensionamento anticipato prima dei 62 anni: la quota dell'importo pensionistico viene ridotto dell'1% per ogni anno mancante ai 62 anni, e del 2% per ogni anno mancante ai 60.

1.2 METODI DI CALCOLO DELLA PENSIONE DI NUOVA LIQUIDAZIONE⁵

	Regime retributivo	Regime misto	Regime contributivo
	(lavoratori con almeno 18 anni di contributi alla fine del 1995 per le pensioni liquidate fino al 31 dicembre 2011)	(lavoratori con meno 18 anni di contributi alla fine del 1995 con riferimento alle anzianità maturate fino alla predetta data e lavoratori con almeno 18 anni di contributi alla fine del 1995 per le pensioni liquidate dal 1° gennaio 2012 con riferimento alle anzianità contributive maturate dal 1° gennaio 2012 per tale seconda categoria di lavoratori)	(lavoratori con ingresso in assicurazione dal 01/01/1996)
Pensioni di vecchiaia, anzianità e invalidità	<p>La pensione (P) è calcolata usando il metodo di calcolo retributivo.</p> $P = 2\% * (C^1 * W^1 + C^2 * W^2)^{(1)}$ <p>dove:</p> <p>W¹ e W² = retribuzione pensionabile C¹ e C² = anni di contribuzione</p> <p>Per i contributi versati prima del 1992 (C¹), W¹ è l'ultima retribuzione mensile per i dipendenti pubblici e la media degli ultimi 5 o 10 anni rispettivamente per i dipendenti privati e gli autonomi.</p> <p>Per i contributi successivi al 1992 (C²), W² è la retribuzione media degli ultimi 10 anni per i dipendenti privati e per quelli pubblici⁽²⁾, degli ultimi 15 anni per gli autonomi.</p>	<p>La pensione è ottenuta come somma di due componenti (P=PA+PB). La prima (PA) è calcolata col metodo di calcolo retributivo, mentre la seconda (PB) utilizzando il metodo di calcolo contributivo.</p> $PA = 2\% * (C^1 * W^1 + C^k * W^2)$ (cfr. nota 1) <p>dove:</p> <p>W¹ e W² = retribuzione pensionabile C¹ e C^k = anni di contribuzione</p> <p>Per i contributi versati prima del 1992 (C¹), W¹ è l'ultima retribuzione mensile per i dipendenti pubblici e la media degli ultimi 5 o 10 anni rispettivamente per i dipendenti privati e gli autonomi.</p> <p>Per i contributi tra il 1993 ed il 1995 (C^k), W² è la retribuzione media di un numero di anni progressivamente crescente.</p> $PB = ct * M$ <p>(per spiegazioni vedere la colonna di destra della tavola).</p>	<p>La pensione è calcolata usando il metodo di calcolo contributivo.</p> $PB = ct * M$ <p>dove:</p> <p>ct = coefficiente di trasformazione M =montante contributivo, ossia la somma di tutti i contributi versati durante l'intera vita lavorativa e capitalizzati ad un tasso pari alla media mobile su 5 anni del tasso di crescita nominale del PIL. La normativa prevede che tali coefficienti vengano rivisti ogni 3 anni conformemente alle modifiche nella speranza di vita⁽³⁾. Per il periodo 2013-2015 i predetti coefficienti oscillano da un minimo di 4,304% a 57 anni ad un valore di 5,435% a 65 anni (fino ad un massimo di 6,541% a 70 anni). Dal 2016 i predetti coefficienti oscillano da un minimo di 4,246% a 57 anni ad un valore di 5,326% a 65 anni (fino ad un massimo di 6,378% a 70 anni). L'aliquota di contribuzione utilizzata per calcolare l'ammontare di contributi versati annualmente è il 33% per i lavoratori dipendenti ed il 20% per gli autonomi fino al 2011 poi gradualmente crescente al 24% a partire dal 1° gennaio 2018 (per i lavoratori cocopro al 27% per gli anni 2012 e 2013 poi crescente fino ad arrivare al 33% dal 2018).</p> <p>Tale contribuzione è calcolata sui redditi fino ad un massimale di 100.324,00 euro nel 2017.</p>

1.3 VALUTAZIONE DELLE MISURE MESSE IN ATTO DALLE RIFORME⁶

Il documento “Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario” del Ministero dell’Economia e delle Finanze offre alcune importanti delucidazioni utili per comprendere le specifiche misure messe in atto con la lunga serie di riforme che ha interessato il sistema pensionistico italiano fino ad oggi; in particolare, viene messa in luce l’importanza degli automatismi

⁵ Fonte: “Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario”

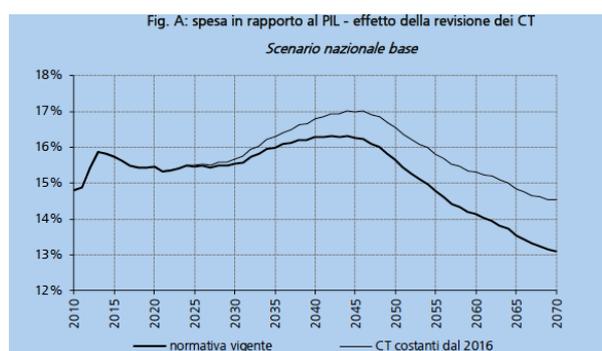
⁶ “Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario”, Ministero dell’Economia e delle Finanze, anno 2017

introdotti, confrontando l'andamento della spesa pensionistica, previsto a normativa vigente, con l'ipotesi di assenza delle riforme. I dettagli sono discussi di seguito.

L'obiettivo di ridurre il peso della spesa pensionistica sulle casse dello Stato è stato perseguito - oltre che attraverso l'applicazione del metodo del calcolo contributivo e la limitazione dell'indicizzazione delle prestazioni alla sola dinamica dei prezzi - anche attraverso l'introduzione di due importanti automatismi, la revisione dei coefficienti di trasformazione e l'adeguamento dei requisiti anagrafici e contributivi, in funzione della speranza di vita rilevata dall'Istat. L'automatismo dei coefficienti di trasformazione consiste in una revisione triennale (biennale a partire dal 2021), che si concretizzerà in una loro progressiva diminuzione. L'automatismo dei requisiti minimi, invece, determinerà - basandosi sulle stime calcolate a titolo esemplificativo sulla base dello scenario demografico Istat - mediano base 2016 - un passaggio graduale da 66 anni e 7 mesi (2018) a 70 anni e 6 mesi (2065) per l'accesso al pensionamento di vecchiaia ordinario; un incremento progressivo da 42 anni e 10 mesi (2018) a 46 anni e 9 mesi (2065) per il pensionamento anticipato.

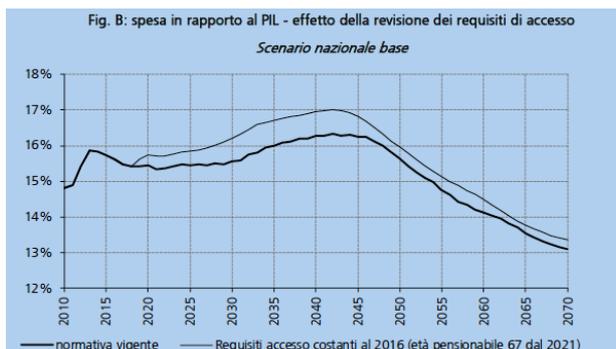
La Ragioneria Generale dello Stato valuta l'efficacia dei due automatismi mettendo a confronto la previsione dell'andamento della spesa pensionistica (in rapporto al PIL) a normativa vigente, con un'ipotesi di costanza dei coefficienti di trasformazione (ai valori del triennio 2016-2018) e con un'ipotesi di costanza dei requisiti minimi per il pensionamento.

Dall'ipotesi di costanza dei coefficienti di trasformazione emerge un incremento progressivo del rapporto spesa pensionistica-PIL, concretizzandosi in un aumento di 1,4 punti percentuali rispetto al livello a normativa vigente (fig.A).



Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

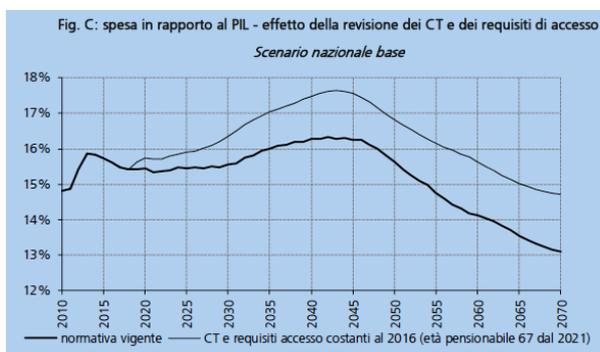
Dall'ipotesi di costanza dei requisiti di età anagrafica e di età contributiva consegue un incremento del rapporto spesa pensionistica-PIL, raggiungendo un effetto cumulato di 23,4 punti di PIL al 2070 (fig.B).



Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

Considerando le due ipotesi congiuntamente – dal momento che l’adeguamento dei coefficienti di trasformazione dipende automaticamente dall’adeguamento dei requisiti minimi, per motivi di adeguatezza delle prestazioni – si conclude che la soppressione dei due automatismi comporterebbe un peggioramento del rapporto spesa pensionistica-PIL fino a raggiungere un aumento di 1,6 punti percentuali nel 2070, con un effetto cumulato di 57,7 punti (fig.C).

In più, rileva sottolineare che interventi legislativi diretti anche solo a limitare, differire o dilazionare gli automatismi, comporterebbero un indebolimento complessivo del sistema pensionistico italiano nel contrastare gli effetti dell’invecchiamento della popolazione.



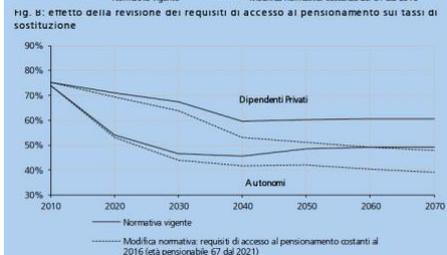
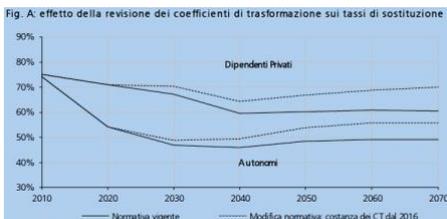
Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

La Ragioneria Generale dello Stato specifica che il funzionamento congiunto dei due automatismi è necessario poiché permetterà di evitare una riduzione degli importi pensionistici: l’elevamento dei requisiti minimi per l’accesso al pensionamento fa collocare il lavoratore su una curva dei coefficienti di trasformazione più elevata, riuscendo a compensare la riduzione dell’importo pensionistico che ci sarebbe stata mantenendo invece stabile l’età di pensionamento. Il meccanismo è ben visibile in figura (curva rossa).



Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

Il meccanismo può essere compreso anche osservando gli andamenti dei tassi di sostituzione. Le figure di seguito confrontando l'andamento dei tassi di sostituzione a normativa vigente con l'andamento coerente con le ipotesi precedenti di costanza dei coefficienti di trasformazione e dei requisiti minimi per il pensionamento. La curva dei tassi di sostituzione a normativa vigente si colloca ad un livello significativamente più basso rispetto a quella calcolata nell'ipotesi di soppressione dell'automatismo dei coefficienti di trasformazione, raggiungendo una differenza di 9,6 punti percentuali per i lavoratori dipendenti e di 6,7 punti percentuali per i lavoratori autonomi nell'ultimo anno di previsione, con una conseguente maggiore incidenza della spesa pensionistica sul PIL. Dall'ipotesi di soppressione dell'automatismo dei requisiti di accesso al pensionamento risulta un abbattimento crescente nel tempo dei tassi di sostituzione che si concretizza, alla fine del periodo di previsione, in una diminuzione di 12,8 punti percentuali per un lavoratore dipendente e 10 punti percentuali per un lavoratore autonomo, determinando un peggioramento dell'adeguatezza delle prestazioni.

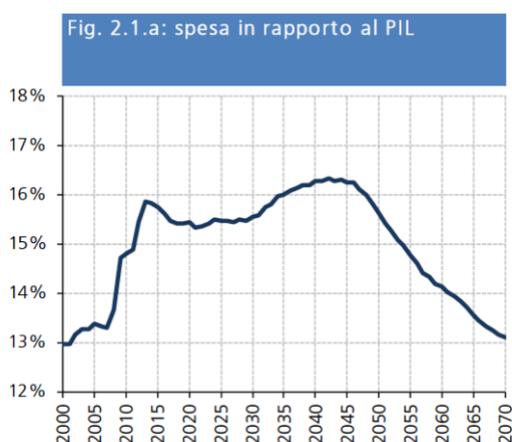


Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

1.4 LA PREVISIONE DELL'ANDAMENTO DELLA SPESA PENSIONISTICA

La previsione dell'evoluzione della spesa pensionistica in rapporto al PIL viene illustrata nelle seguenti fasi:

1. Periodo antecedente al 2014: il rapporto cresce, in conseguenza alla contrazione del PIL causata dalla crisi economica,
2. 2014-2030: il rapporto decresce e si stabilizza, per via di: aumento graduale dei requisiti minimi di accesso al pensionamento, applicazione del sistema di calcolo contributivo pro rata, il rafforzamento della crescita economica (aumento dell'occupazione e dinamica della produttività); si contrappongono i primi effetti negativi della transizione demografica;
3. 2030-2044: il rapporto cresce, a causa di: aumento del numero di pensioni delle generazioni del baby boom che passano dalla fase attiva a quella di quiescenza, progressivo innalzamento della speranza di vita; si contrappongono i più elevati requisiti minimi di accesso al pensionamento dei regimi misto e contributivo.
4. 2045-2070: il rapporto decresce, causato da: stratificazione delle pensioni liquidate integralmente con il sistema di calcolo contributivo, decrescita del rapporto tra numero di pensioni e numero di occupati, graduale eliminazione delle generazioni del baby boom, adeguamento dei requisiti pensionistici alla speranza di vita.



Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

EVIDENZA EMPIRICA DEL RAPPORTO DI SOSTITUIBILITÀ TRA PRESTAZIONI PENSIONISTICHE PUBBLICHE E RISPARMIO PRIVATO

Gli effetti determinati dalle riforme pensionistiche sulle decisioni di consumo e di risparmio della popolazione sono stati oggetto di studio della recente letteratura economica. Si è voluto osservare se la popolazione ha reagito alla riduzione delle prestazioni pensionistiche (future) comportata dalle riforme aumentando i risparmi e diminuendo il livello di consumo corrente, al fine di mantenere il livello dei consumi pressoché costante anche nel periodo successivo al pensionamento.

L'obiettivo delle analisi è identificare se esiste una sostituibilità tra le prestazioni pensionistiche e l'accumulazione di risparmio privato, partendo dall'ipotesi - ispirata al modello del ciclo di vita - di una perfetta sostituibilità tra queste due variabili. Nella realtà, tuttavia, esistono molteplici ragioni per cui tale sostituibilità potrebbe non essere perfetta: le prestazioni pensionistiche future non sono liquide e non possono essere prese in prestito; gli individui potrebbero avere vincoli di liquidità in un dato momento; gli individui potrebbero avere preferenze diverse nella propensione al risparmio; il tasso di interesse delle pensioni non è lo stesso dei risparmi finanziari.

Tra i vari contributi presenti in letteratura che studiano la presenza di tale sostituibilità, rilevano in particolare “Social Security and households’ saving” di Attanasio e Brugiavini, “Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation” di Bottazzi, Jappelli e Padula, “Pension expectations and reality” di Baldini, Mazzaferro e Onofri, “Pension wealth and household savings in Europe: evidence form SHARELIFE” di Alessie, Angelini e van Santen, e “Pension Wealth and Household Saving: evidence form Pension Reforms in the United Kingdom” di Attanasio e Rohwedder.

I suddetti studi mettono in luce la presenza di sostituibilità tra prestazioni pensionistiche e risparmi privati, sebbene questa non sia perfetta ed assuma valori molto variabili a seconda delle metodologie d'indagine utilizzate. I risultati ottenuti vengono discussi in dettaglio di seguito.

2.1 Social Security and Households’ Saving (Attanasio e Brugiavini)

Attanasio e Brugiavini nel loro articolo “Social Security and Households’ Saving”, pubblicato sul *Quarterly Journal of Economics* nel 2003, analizzano la relazione presente tra prestazioni pensionistiche e tasso di risparmio studiando l'impatto dei cambiamenti introdotti della riforma

Amato (1992) sulla popolazione. Ricordiamo che la riforma Amato prevedeva una differenza di trattamento per i lavoratori che alla fine del 1992 avevano versato meno di 15 anni di contributi, distinguendoli dai lavoratori con maggiore anzianità contributiva. Da tale differenza di trattamento conseguì che le prestazioni pensionistiche vennero modificate in modi differenti per individui diversi: in particolare, il settore pubblico, le coorti più giovani e gli individui istruiti vennero influenzati maggiormente dalle riforme.

Gli autori sfruttano proprio queste differenze -attraverso un'analisi difference-in-difference - per studiare come i cambiamenti dei tassi di risparmio sono collegati ai cambiamenti delle prestazioni pensionistiche.

Prima di procedere con l'analisi vera e propria, è utile soffermarsi su una prima evidenza iniziale del grado di sostituibilità.

Utilizzando i dati dell'indagine SHIW (Survey of Household Income and Wealth) condotta dalla Banca d'Italia, viene condotta una regressione non parametrica dei tassi di risparmio (=reddito meno consumo, diviso reddito) sul numero di anni di contributi versati, per i due gruppi di trattamento, e per gli anni 1991 e 1993 (in modo da considerare 14 e 16 anni di contributi versati). $Sr_y(i,t)$ è il tasso di risparmio del gruppo y (meno di 15 anni di contributi nel 1992), $Sr_o(i,t)$ il tasso di risparmio del gruppo o (più di 15 anni di contributi nel 1992), i =anni di contributi, t =tempo. Il parametro stimato è quindi: $\beta_{DiD} = [sr_y(16,93) - sr_o(16,93)] - [sr_y(14,91) - sr_o(14,91)]$.

La stima ottenuta per l'intero campione è di 0.049, con errore standard di 0.098. Tuttavia, poiché l'effetto della riforma fu più significativo per il settore pubblico, il campione viene diviso in lavoratori del settore privato e lavoratori del settore pubblico, ed il test viene ripetuto separatamente. Per il settore pubblico risulta un effetto di 0.17 con errore standard di 0.09, mentre per il settore privato viene ottenuto un effetto di 0.09 con errore standard di 0.080, confermando il fatto che la riforma Amato, intervenendo in modo diverso sulle prestazioni pensionistiche, ha avuto effetti diversi tra gli individui.

I dati microeconomici utilizzati per computare la stima della ricchezza pensionistica per gli individui del campione - prima e dopo la riforma - provengono dalle indagini SHIW degli anni 1989, 1991, 1993, 1995, contenenti informazioni relative al livello di risparmio degli individui (=reddito-consumo) e ad altre caratteristiche (occupazione, età...). A tal fine, vengono formati gruppi in base al tipo d'occupazione e alla coorte d'appartenenza.⁷ I valori medi della ricchezza pensionistica netta e dei tassi di risparmio così calcolati indicano che la ricchezza pensionistica è diminuita notevolmente dal 1991 al 1993. Dai dati emergono anche marcate differenze tra coorti e diversi gruppi

⁷ I criteri sono scelti con l'obiettivo massimizzare la variabilità di effetti indotta dalla riforma

d'occupazione, evidenziando in particolare che la riforma ha avuto un effetto negativo molto ampio per le coorti più giovani e per il settore pubblico.

Dai dati è possibile ricavare anche una prima relazione tra la ricchezza privata e i tassi di risparmio, costruendo un grafico che riporti, insieme alla variazione ricchezza pensionistica osservata per ogni specifico gruppo, anche i rispettivi tassi di risparmio medio: dalla figura emerge che per i gruppi del settore privato si è verificata una marcata diminuzione della ricchezza pensionistica, a cui è stato associato un aumento dei tassi di risparmio, come riportato nella Figura 1 del lavoro originale, qui di sotto riportata.

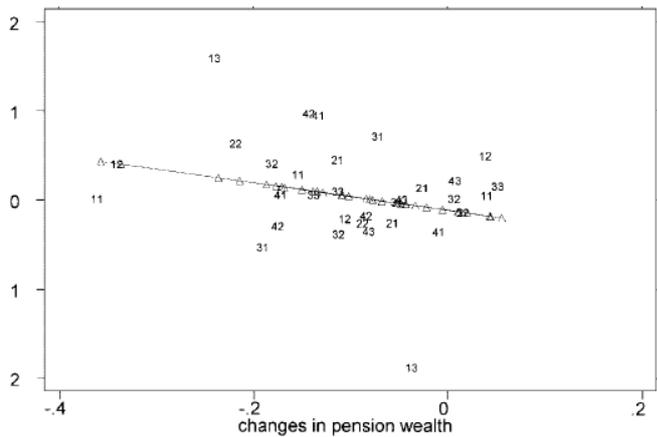


FIGURE I

Changes in Median Saving Rate against Changes in Median Pension Wealth

Figure I shows changes in median saving rates against changes in median pension wealth on the sample of active households (nonpensioners) for the four years (four data points in each group are lost in taking differences). Pension wealth has been rescaled before taking the differences and is in thousands of 1994 million lira. The numbers in the scatter diagram represent the groups: for example, 13 stands for cohort 1 (youngest cohort) in occupation 3 (occupation other). The regression is based on 33 observations, and the estimated slope is -0.153 ($s.e. = 0.099$).

Viene successivamente svolta un'analisi più strutturata. Il modello di regressione è riportato di seguito.

$$SR_{i,t} = X_{i,t}\beta + \phi(a_{i,t})FE_{i,t} + \theta(a_{i,t})PW_{i,t} + x_t + f_c + \epsilon_{i,t},$$

where $SR_{i,t}$ is the saving rate for household i at time t , defined as income minus consumption divided by income, FE is the ratio of future to current earnings, and $PW_{i,t}$ is the ratio of pension wealth to current earnings adjusted following the procedure described above. $\theta(a_{i,t})$ and $\phi(a_{i,t})$ are age and time-dependent parameters, where time dependence is relative to the date of the reform: in order to capture their variability with age, we model them both as polynomials in age and as a step function. The term x_t represents time effects, and f_c are group effects. X is a vector of controls that includes demographic variables such as family composition dummies.

Vengono considerati quattro casi: con e senza riforma del 1995, con e senza guadagni futuri. I coefficienti d'interesse vengono stimati attraverso una strategia a variabili strumentali, utilizzando le interazioni tra time e group dummies come strumenti.

Vengono presentate quattro specificazioni:

1. vengono aggiunte variabili demografiche (numero di bambini presenti in famiglia), variabili per l'istruzione, year dummies (per catturare gli shocks macroeconomici). Il risultato è una stima puntuale piccola, pari a 0.03.

2. alla specificazione precedente, vengono aggiunte variabili demografiche (numero di precettori di reddito in famiglia), ed interazioni tra spesa pensionistica e dummies per l'età, per permettere al coefficiente della ricchezza pensionistica di dipendere dall'età e guadagni futuri e dummies per l'età.

3. viene aggiunta l'interazione years*cohorts, per identificare cohort-specific effects, come ad esempio la recessione del 1993.

4. viene aggiunta l'interazione years*occupation, ed esclusa l'interazione years*cohorts.

I risultati ottenuti mostrano che quando si permette al grado di sostituibilità tra ricchezza finanziaria e pensionistica di dipendere dall'età (seconda specificazione), si trova un tasso di sostituzione significativo e rilevante tra la ricchezza pensionistica e il tasso di risparmio, con il segno atteso (cioè molto vicino a -1). Questo vale anche se le stime puntuali indicano una sostituibilità meno che perfetta tra ricchezza pensionistica e finanziaria, e la misura del coefficiente varia considerevolmente a seconda delle età e delle specificazioni: infatti, il coefficiente della ricchezza pensionistica è maggiore per il gruppo di mezza età, come ci si può attendere se si ammettono vincoli di liquidità per i più giovani; non è ben chiaro invece il motivo di una così bassa sostituibilità per i più anziani, anche se una possibile spiegazione è che la stima sia affetta da distorsione, e che questa influenzi maggiormente le coorti più vicine al pensionamento. Riguardo al grado di sostituibilità per i più giovani, se viene aggiunta l'interazione cohort*year, risulta maggiore sostituibilità (terza specificazione).

Il coefficiente della ricchezza pensionistica inoltre è più vicino a -1 nelle specificazioni che includono stime dei guadagni futuri, che nelle specificazioni in cui vengono utilizzati "age effects" come proxy.

2.2 Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation (Bottazzi, Jappelli e Padula)

Nel loro articolo "Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation", pubblica sul Journal of Public Economics del 2006, Bottazzi, Jappelli e Padula, considerano l'impatto congiunto delle riforme del 1992, 1995, 1997 sulle aspettative dei lavoratori, relative alla loro età pensionistica e al loro tasso di sostituzione attesi, per comprendere se i cambiamenti apportati sono stati percepiti in modo corretto. Centrale è il tema dell'informazione individuale, identificata come una delle possibili cause di sostituibilità non perfetta tra prestazioni pensionistiche e ricchezza privata: gli individui, infatti, potrebbero non comprendere

immediatamente il modo in cui le riforme influenzeranno le loro future prestazioni pensionistiche, oppure potrebbero adeguare le loro aspettative, conformemente alle riforme, in modo molto lento.

I dati vengono ricavati dall'indagine SHIW, che permette di osservare i lavoratori in due regimi, uno caratterizzato dalla generosità del sistema previdenziale, (precedente alla riforma Amato; "periodo pre-riforma"); l'altro 10 anni dopo, caratterizzato da livelli inferiori delle prestazioni, in conseguenza alle riforme (successivo alla riforma Prodi; "periodo post-riforma"). Si evince che le riforme pensionistiche ridussero le prestazioni pensionistiche per la mezza età e per le coorti più giovani, nonché per tutte le coorti del settore pubblico.

Dal momento che le riforme influenzarono alcuni gruppi di popolazione più intensamente di altri, è possibile confrontare i cambiamenti nelle aspettative di gruppi diversi, sia prima che dopo la riforma.

In una prima analisi descrittiva, vengono osservati l'età di ritiro ed il tasso di sostituzione attesi.

Per quanto riguarda all'età di ritiro attesa, emerge che i lavoratori generalmente capirono correttamente la direzione dei cambiamenti portati dalle riforme. Relativamente ai tassi di sostituzione attesi, questi si attestavano tra il 65.3% e l'81.8% prima della riforma, e tra il 57.3% e il 79.9% dopo, diminuendo per tutti i gruppi di occupazione considerati. Prima della riforma, i dipendenti pubblici esibivano i tassi di sostituzione maggiori, mentre i lavoratori autonomi, essendo sottoposti ad una formula di calcolo della pensione meno generosa, avevano i tassi di sostituzione minori.

Le aspettative vengono confrontate con la loro controparte legislativa osservando gli errori nelle aspettative (pari alla differenza tra i tassi di sostituzione attesi e quelli legislativi) e le loro determinanti. Poiché è presente una certa eterogeneità all'interno dei gruppi, l'analisi viene svolta a livello individuale: per ogni lavoratore viene riportata la deviazione del tasso di sostituzione legislativo dal corrispondente tasso di sostituzione atteso. Gli errori sulle aspettative, in media, sono piccoli: i lavoratori sovrastimano il tasso di sostituzione di 3.1 punti percentuali prima della riforma e di 3.5 punti percentuali dopo la riforma. Tuttavia, per alcuni lavoratori gli errori sulle aspettative sono ampi, in particolare a seguito della riforma: circa il 14% degli errori sulle aspettative sono maggiori di 25 punti percentuali, e ciò accade per un numero di lavoratori maggiore dopo la riforma (19% del campione contro il 9% pre-riforma). Inoltre, dopo le riforme, la distribuzione degli errori sulle aspettative presenta una maggiore variabilità, a causa della maggiore incertezza, registrando un aumento della deviazione standard dell'errore da 16 a 20 punti percentuali (tale aumento in particolare si è verificato per dipendenti privati e lavoratori autonomi).

Un'analisi di regressione svolta di seguito conferma i precedenti risultati, come illustrato nella tabella riportata qui di seguito.

Regressions for the expectation error in the replacement rate

	Absolute expectation error		Probability of errors greater than 25 percentage points: marginal effects	
	Males	Females	Males	Females
Age	-0.083 (0.017)**	-0.111 (0.024)**	-0.002 (0.000)**	-0.003 (0.001)**
Public employee	-0.645 (0.302)*	-1.137 (0.384)**	-0.004 (0.009)	-0.012 (0.012)
Self-employed	3.794 (0.313)**	3.170 (0.512)**	0.084 (0.010)**	0.086 (0.017)**
Retired household member	-3.010 (0.865)**	-3.213 (1.118)**	-0.091 (0.026)**	-0.072 (0.034)*
Multiple earners	-0.642 (0.274)*	-0.805 (0.524)	-0.018 (0.008)*	-0.018 (0.016)
Age at the first job	0.239 (0.058)**	0.575 (0.055)**	0.008 (0.001)**	0.015 (0.001)**
Central Italy	0.584 (0.325)	0.824 (0.423)	0.014 (0.010)	0.017 (0.013)
Southern Italy	1.156 (0.290)**	0.954 (0.422)*	0.034 (0.009)**	0.023 (0.013)
Income	0.012 (0.014)	-0.015 (0.028)	0.000 (0.000)	-0.001 (0.001)
High school degree	-0.207 (0.273)	-0.787 (0.389)*	-0.011 (0.008)	-0.028 (0.012)*
College degree	0.553 (0.510)	-0.844 (0.584)	0.007 (0.014)	-0.009 (0.016)
Post-reform	2.523 (0.252)**	2.429 (0.358)**	0.085 (0.007)**	0.084 (0.010)**
Constant	9.696 (1.320)**	6.350 (1.462)**		
Observations	9186	5519	9186	5519

Successivamente, attraverso l'utilizzo di una strategia difference-in difference, vengono stimati l'età di ritiro attesa ed il tasso di sostituzione atteso. Emerge che dopo la riforma l'età di ritiro attesa è aumentata per tutti i lavoratori di mezza età, ed in particolare per gli impiegati pubblici e per i lavoratori autonomi. Inoltre, l'età di ritiro attesa è considerevolmente maggiore al sud e per i lavoratori più istruiti; la relazione con il livello di reddito è invece negativa. Dai risultati relativi al tasso di sostituzione atteso, e dal loro confronto con le rispettive controparti legislative, emerge invece che solo i dipendenti privati hanno modificato il loro tasso di sostituzione come suggerito dalla riforma. Risulta inoltre che lavorare al sud, livello d'istruzione e livello di reddito sono positivamente correlati al tasso di sostituzione atteso. Dall'analisi emerge che molti gruppi hanno rivisto le loro aspettative nella direzione implicata dalla riforma, anche se non in maniera completa.

Infine, viene valutata la relazione tra la ricchezza pensionistica attesa ed il tasso di risparmio privato. L'errore sulle aspettative sulla ricchezza pensionistica viene utilizzato come indice della conoscenza dei lavoratori riguardo ai loro diritti alle pensioni, e viene sfruttato per distinguere due gruppi all'interno del campione, i lavoratori "informati" e quelli "non informati". La compensazione tra ricchezza pensionistica e ricchezza privata viene stimata prima per l'intero campione e successivamente per i due campioni di lavoratori informati e non informati.

La specificazione empirica usata pone in relazione la ricchezza privata relativa al reddito con la ricchezza pensionistica relativa reddito e con un set di variabili osservabili potenzialmente correlate alla ricchezza privata: time dummies, età, dummies d'occupazione, dummy per la mezza età, dummies d'occupazione interagite con dummy di mezza età e con time dummies, dummies d'istruzione e regionali, il reddito.

Il coefficiente d'interesse (sostituibilità tra ricchezza privata e ricchezza pensionistica) trovato è pari a -0.286. Le stime ottenute indicano anche che il rapporto ricchezza-reddito aumenta con l'età durante

la vita dei lavoratori e con il reddito. Abitare al sud riduce l'accumulazione di ricchezza, mentre l'istruzione la aumenta. Il rapporto ricchezza-reddito per i lavoratori pubblici non è statisticamente diverso da quello per i lavoratori privati, mentre i lavoratori autonomi hanno un rapporto ricchezza-reddito maggiore. La sostituibilità stimata per i lavoratori informati è maggiore in valore assoluto (-0.379) di quella dei lavoratori non informati (-0.237).

Le ultime tre colonne della Tabella 9 del lavoro originale – riportata qui di seguito - presentano una specificazione a variabili strumentali⁸, da cui risulta un offset maggiore tra ricchezza privata e ricchezza pensionistica, confrontato con le stime OLS. I lavoratori informati presentano ancora una volta un offset maggiore (-0.81) rispetto ai lavoratori non informati (-0.44).

Le regressioni mostrano che i lavoratori con aspettative più vicine ai livelli legislativi (e quindi i lavoratori più informati), hanno tassi di sostituibilità maggiori: dal momento che nel lungo periodo le aspettative si adegueranno completamente al nuovo regime pensionistico, le stime trovate per i lavoratori informati misurano l'impatto di lungo periodo della riforma sulla ricchezza privata.

I dati indicano che la ricchezza privata si adeguò lentamente, dal momento che molti lavoratori non percepirono completamente il cambiamento della ricchezza pensionistica. Inoltre, il coefficiente stimato per i lavoratori non informati significa che un'ampia parte di popolazione lavorativa è ancora lontana dall'adeguare correttamente la ricchezza privata, anche molti anni dopo la riforma pensionistica.

Table 9
The offset between private wealth and pension wealth: OLS and IV estimates

	OLS			IV		
	Total sample	Informed	Uninformed	Total sample	Informed	Uninformed
SSW/disposable income	-0.286 (0.027)**	-0.379 (0.047)**	-0.237 (0.036)**	-0.645 (0.303)*	-0.810 (0.321)*	-0.441 (0.426)
Year 1991	0.732 (0.098)**	0.794 (0.140)**	0.663 (0.137)**	0.736 (0.100)**	0.831 (0.144)**	0.657 (0.138)**
Year 2000	0.935 (0.134)**	1.049 (0.190)**	0.881 (0.190)**	0.613 (0.309)*	0.858 (0.247)**	0.642 (0.537)
Year 2002	0.994 (0.140)**	0.924 (0.200)**	1.104 (0.199)**	0.686 (0.300)*	0.747 (0.247)**	0.879 (0.514)
Age	0.083 (0.009)**	0.085 (0.013)**	0.084 (0.012)**	0.109 (0.024)**	0.113 (0.025)**	0.100 (0.036)**
Public employee	0.078 (0.113)	0.121 (0.156)	0.038 (0.169)	0.057 (0.119)	0.235 (0.182)	-0.004 (0.196)
Self-employed	1.775 (0.194)**	1.866 (0.275)**	1.639 (0.272)**	1.337 (0.421)**	1.566 (0.352)**	1.298 (0.776)
Middle-aged	-0.544 (0.149)**	-0.688 (0.221)**	-0.489 (0.206)*	-1.226 (0.580)*	-1.385 (0.542)*	-0.961 (0.986)
Public employee, middle-aged	0.095 (0.168)	0.101 (0.234)	0.158 (0.247)	0.146 (0.180)	0.056 (0.238)	0.249 (0.331)
Self-employed, middle-aged	-0.239 (0.271)	0.095 (0.376)	-0.443 (0.399)	0.076 (0.409)	0.345 (0.448)	-0.184 (0.700)
Public employee, after the reform	0.194 (0.165)	0.283 (0.225)	0.053 (0.243)	0.205 (0.167)	0.222 (0.235)	0.036 (0.250)
Self-employed, after the reform	0.891 (0.262)**	0.880 (0.369)*	0.943 (0.380)*	0.952 (0.261)**	0.827 (0.375)*	0.982 (0.384)*
Central Italy	0.251 (0.103)*	0.269 (0.142)	0.228 (0.150)	0.161 (0.127)	0.166 (0.158)	0.190 (0.169)
Southern Italy	-0.032 (0.090)	-0.028 (0.128)	-0.031 (0.128)	-0.125 (0.120)	-0.117 (0.143)	-0.088 (0.174)
Income	0.019 (0.003)**	0.018 (0.003)**	0.019 (0.004)**	0.014 (0.005)**	0.012 (0.006)	0.017 (0.005)**
High school degree	0.613 (0.087)**	0.823 (0.121)**	0.405 (0.125)**	0.631 (0.089)**	0.871 (0.128)**	0.397 (0.125)**
College degree	0.605 (0.131)**	0.781 (0.186)**	0.499 (0.184)**	0.627 (0.131)**	0.872 (0.196)**	0.460 (0.201)*
Constant	-0.378 (0.360)	-0.295 (0.537)	-0.427 (0.484)	0.268 (0.635)	0.203 (0.636)	0.012 (1.017)
Observations	9315	4687	4628	9315	4687	4628
R-squared	0.14	0.16	0.13			

The dependent variable is the wealth-income ratio. Informed and uninformed individuals are defined on the basis of the difference in expected and statutory pension wealth-income ratio (SSWY). We define as "Informed" someone who reports an absolute difference between SSWY constructed with the expected replacement rate and SSWY constructed with the statutory rate less than 1, and "Uninformed" those with a difference greater than 1, in absolute value. Data are drawn from 1989-1991 (pre-reform) and 2000-2002 (post-reform) SHIW. Standard errors are reported in parenthesis. Two stars indicate statistical significance at the 1% confidence level; one star at the 5% level.

⁸ Gli strumenti utilizzati sono l'interazione tra le tre dummies d'occupazione, una dummy per il periodo post-reform e una dummy per la mezza età.

2.3 Pension expectations and reality, (Massimo Stefano Baldini, Carlo Mazzaferro, Paolo Onfri)

Nel loro articolo “Pension expectations and reality”⁹, gli autori studiano l’impatto delle riforme del sistema pensionistico italiano negli anni dal 2000 al 2012 per stimare il grado di sostituibilità tra la ricchezza pensionistica e l’accumulazione di ricchezza privata.

Dalle indagini SHIW degli anni 2000-2012 vengono ricavati i valori relativi al tasso di sostituzione atteso e all’età di ritiro attesa per gli individui del campione osservato, necessari per computare il valore atteso delle prestazioni pensionistiche¹⁰.

Gli autori riportano alcune osservazioni iniziali riguardanti l’evoluzione del tasso di sostituzione e dell’età di ritiro attesi: dal 2000 al 2012 il tasso di sostituzione atteso è diminuito circa del 10% (dal 72.5% nel 2000 al 62.3% nel 2012), mentre l’età di ritiro attesa ha registrato un aumento di 3.5 anni; mentre la diminuzione del tasso di sostituzione atteso è stata continua per tutto il periodo considerato, l’età di ritiro attesa mostra un aumento importante solamente nell’ultima parte del periodo (dal 2010 al 2012 l’incremento è stato di 1.6 anni). Si evince che quindi mediamente gli italiani hanno percepito il fatto che il sistema pensionistico pubblico sarà sempre meno generoso.

Osservazione il campione per categorie, si nota che la riduzione del tasso di sostituzione è stata maggiore per i lavoratori dipendenti che agli autonomi, per i lavoratori con pensioni contributive rispetto a quelli con pensioni retributive, e per i lavoratori più istruiti che per quelli con bassa istruzione; l’incremento dell’età pensionistica attesa è invece stato più consistente per i lavoratori dipendenti e per le donne.

Confrontando il tasso di sostituzione atteso con la sua controparte legislativa, si evidenzia una progressiva convergenza del primo verso il secondo. È importante sottolineare che dal 2000 al 2012 la riduzione del tasso di sostituzione legislativo non è stata molto pronunciata, e che al contrario dal 2010 al 2012 si è verificato un aumento (dal 59.4% al 62.7%)¹¹; il fatto che negli ultimi due anni il tasso di sostituzione atteso sia invece diminuito (da 64% a 62%) sembra suggerire che i lavoratori non capirono correttamente la relazione positiva tra età di ritiro e tasso di sostituzione.

⁹ Disponibile come working paper

¹⁰ Viene replicata la strategia utilizzata da Jappelli in “Retirement expectations, pension reformes, and their impact on private wealth”.

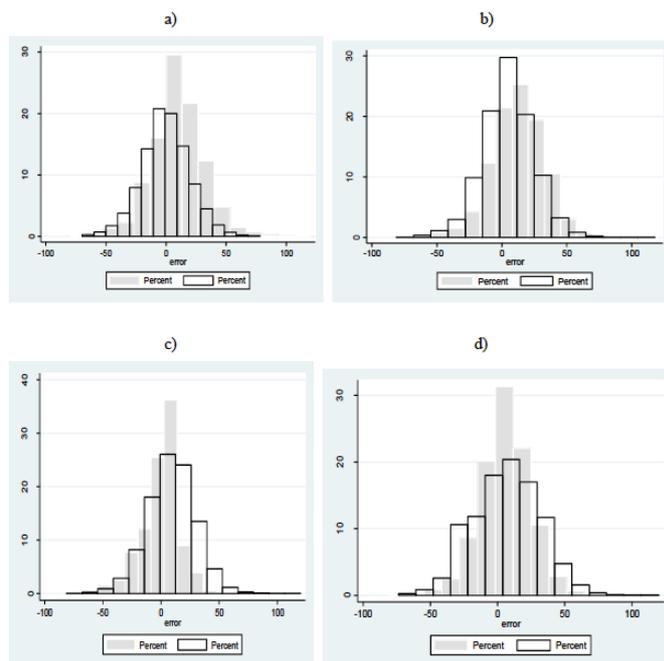
Al fine di computare il valore atteso delle prestazioni pensionistiche si ricorre inoltre all’indagine SILC (“Indagine su reddito e condizioni di vita”), che permette di ricavare il valore dei redditi lordi (prima delle tasse e della contribuzione).

¹¹ L’aumento è riconducibile al fatto che il tasso di sostituzione legislativo dipende (tramite la prestazione pensionistica legislativa) dall’età pensionistica attesa, che come abbiamo visto era in aumento.

Se si considera il confronto tra valore atteso delle prestazioni e quello legislativo¹², si rileva un valore medio dell'errore in valore assoluto per l'intero campione di 5,651 euro (ai prezzi del 2012), con una percentuale del 63.1% delle osservazioni che riporta un valore positivo (e quindi stima un valore delle prestazioni pensionistiche attese superiore al livello legislativo); essendo 22,929 euro il valore medio stimato delle prestazioni pensionistiche, l'errore percentuale equivale al 24.6%. La relazione tra il segno dell'errore ed il tasso di sostituzione atteso è positiva: il valore medio degli errori è negativo per valori molto bassi del tasso di sostituzione atteso, diventa nullo per tassi di sostituzione compresi tra 50%-70%, mentre per valori superiori del tasso di sostituzione diventa positivo. All'aumentare dell'età di ritiro, invece, la differenza tra il valore legislativo e quello atteso diventa in media negativa, confermando che la relazione positiva tra tasso di sostituzione ed età di ritiro attesa non è stata del tutto compresa dagli italiani.

Osservando il campione diviso per gruppi, si nota che l'errore medio è in diminuzione per tutti, e questa diminuzione risulta maggiore per gli individui maggiormente istruiti, per gli individui sottoposti al regime contributivo (i giovani) e per i dipendenti pubblici. Per quanto riguarda invece la distribuzione degli errori, questa risulta molto dispersa, come si evince dalla Figura 9.4 del lavoro originale, qui riportata.

Figure 9.4 – Error distribution in the replacement ratio



Note: a) At the beginning (2000) (gray) and at the end (2012) (no color)
 b) Among high level education (gray) and middle-low level (no color)
 c) Among DB pensioners (gray) and mixed-NDC pensioners (no color)
 d) Among dependent (gray) and self-employed (no color)

Source: Authors' elaborations on SHIW data.

¹² Per computare il livello legislativo delle prestazioni si tiene conto dell'età pensionistica attesa e del tasso di sostituzione legislativo.

Per individuare che fattori influenzano gli individui nella comprensione del sistema pensionistico, vengono introdotte tre nuove variabili: la prima concerne la capacità degli individui di predire in modo corretto il livello delle loro prestazioni pensionistiche; la seconda variabile distingue chi nel campione sovrastima il livello delle prestazioni pensionistiche e chi lo sottostima; la terza variabile riguarda chi ha predetto la futura età di ritiro in modo corretto e chi nel modo errato.

La capacità di predire correttamente il livello delle prestazioni pensionistiche non ha subito particolari cambiamenti, mantenendo attorno al 40% del campione la quota di individui che ha presentato un errore (in valore assoluto) inferiore al 25%. Un numero crescente degli individui risulta pessimista relativamente al futuro livello delle prestazioni: la percentuale di intervistati che sottostima il livello delle prestazioni cresce dal 30.4% al 51.7% dal 2000 al 2012; questo potrebbe essere spiegato dalle condizioni dello scenario macroeconomico e finanziario. Per quanto riguarda l'età di ritiro, emerge che una quota crescente di lavoratori non ha compreso che la legge del 2010 collega l'età di ritiro alla speranza di vita, poiché la percentuale di individui che dichiara un'età di ritiro errata aumenta da 20.4% nel 2000 a 63.5% nel 2012.

Per determinare quali fattori economici e sociali possano influire sul grado di comprensione del sistema pensionistico, viene svolta una regressione ponendo le tre variabili precedenti come variabili dipendenti. Risulta che il livello di reddito è correlato positivamente con la probabilità sia di stimare correttamente il livello futuro delle prestazioni pensionistiche che di sovrastimarle; inoltre, all'aumentare degli anni di contribuzione, gli individui migliorano la loro capacità di predire sia il livello delle prestazioni pensionistiche che l'età di ritiro, mentre riducono il loro ottimismo; i lavoratori dipendenti privati risultano più bravi a stimare le loro prestazioni future, mentre i lavoratori autonomi predicono meglio la loro età di ritiro, e i lavoratori dipendenti pubblici appaiono più ottimisti riguardo al livello futuro di prestazioni; all'aumentare del livello d'istruzione, i lavoratori tendono a sovrastimare le loro future prestazioni pensionistiche, ad essere meno capaci di predirle correttamente, ma più bravi a predire l'età di ritiro; l'appartenenza al regime contributivo (coorti più giovani), fa diminuire la probabilità di computare le prestazioni pensionistiche correttamente, ma aumenta la capacità di predire l'età di ritiro; col passare del tempo gli individui diventano sempre più pessimisti relativamente al livello futuro delle prestazioni e sempre meno capaci (in particolare dal 2010 in poi) di predire correttamente l'età; molti sembrano inconsapevoli del fatto che saranno obbligati ad andare in pensione più tardi, e, proprio per questo fatto, avranno una pensione maggiore che nel caso di ritiro con età inferiori.

Infine, vengono considerate la ricchezza pensionistica attesa - definita come somma scontata di tutte le prestazioni pensionistiche attese future – e la ricchezza netta¹³. Si nota come la ricchezza

¹³ Definita come somma di attività reali e finanziarie, al netto delle passività

pensionistica sia stata fortemente influenzata dal processo di riforma degli ultimi 12 anni e dalle dinamiche “piatte” dei redditi lavorativi in quel periodo, dal momento che si osserva una diminuzione da 587,000 euro nel 2000 a 350,000 nel 2012. All’opposto, nello stesso periodo, la ricchezza netta delle famiglie non è diminuita, ma partendo da 255,000 euro nel 2000, è cresciuta fino a 285,000 euro nel 2012 (registrando un picco di 310,000 nel 2010).

Le stime OLS presentate per identificare il grado di sostituibilità tra ricchezza privata e ricchezza pensionistica, pongono come variabile dipendente il rapporto tra ricchezza privata e reddito, e come variabili di controllo età, età al quadrato, genere, dummies d’occupazione, dummies per il regime pensionistico, istruzione, dummies regionali, dummies di anno.

Il grado di sostituibilità che risulta per l’intero campione è -0.335, confermando la presenza di una sostituibilità tra le due forme di ricchezza, anche se significativamente inferiore ad 1: questo potrebbe essere dovuto all’aumento dell’età di ritiro attesa, poiché lavorare più a lungo implica, ceteris paribus, una riduzione dei risparmi per il pensionamento. L’accumulazione di ricchezza privata risulta positivamente correlata all’età; da un’analisi per categorie, emerge che la correlazione è maggiore per i lavoratori pubblici e per gli autonomi, e per gli individui con istruzione medio-alta; risulta invece una relazione negativa con l’appartenenza al regime misto o contributivo.

La regressione viene ripetuta dividendo il campione in “informati” e “non informati”, definiti a seconda di chi ha un errore sulle prestazioni minore o maggiore del 25%. La compensazione trovata è maggiore per gli informati (-0.392) che per i non informati (-0.296), da cui si può dedurre l’importanza di conoscere le riforme pensionistiche, al fine di poter rispondere a possibili cambiamenti futuri.

2.4 Evidenza per altri paesi

Nonostante non riguardino le riforme del sistema pensionistico italiano, è fondamentale discutere i lavori “**Pension wealth and household savings in Europe: evidence from SHARELIFE**” di Alessie, Angelini e Van Santen, pubblicato sull’European Economic Review nel 2013, e “**Pension wealth and household saving: evidence from pension reforms in the United Kingdom**” di Attanasio e Rohwedder, pubblicato sull’American Economic Review nel 2003, per via del ruolo centrale che rivestono all’interno della letteratura economica.

Il lavoro di Alessia, Angelini e van Santen studia la relazione tra ricchezza pensionistica e risparmi privati di un campione di famiglie appartenenti a 13 Paesi europei, utilizzando i dati dell’indagine SHARE (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe). Questa rende infatti possibile la ricostruzione di informazioni sul reddito, i risparmi e la ricchezza pensionistica nell’intero ciclo di vita. Viene svolta un’analisi sia attraverso tecniche di regressione media che tecniche di regressione

robusta; le variabili di controllo includono: dummies per l'età, stato civile, presenza di bambini in famiglia, istruzione, salute, paese di residenza, presenza in famiglia di un secondo percettore di reddito, indicatore di anni di disoccupazione durante la carriera lavorativa, country fixed effects. I risultati indicano una compensazione stimata per l'intero campione di 47.1% usando tecniche di regressione robusta, di 60.9% usando tecniche di regressione mediana. Da ulteriori regressioni svolte per verificare la robustezza delle stime¹⁴, viene ottenuto un effetto di compensazione del 77.8% per l'intero campione; introducendo una dummy per l'istruzione si osserva un effetto compensazione è quasi completo (-0.833) per il gruppo con istruzione elevata, mentre non si trova evidenza di sostituibilità per il gruppo con livello d'istruzione più basso (-0.215).¹⁵ Da una stima dell'effetto di sostituzione effettuata sul campione diviso in gruppi, emerge una compensazione maggiore per i paesi del nord (91%) che per quelli del sud (11%), probabilmente dovuta al fatto che i paesi nordici hanno sistemi previdenziali più generosi e mercati dei capitali più sviluppati (che quindi presentano vincoli di liquidità meno stringenti). Infine, vengono presentate stime IV, ottenute utilizzando la ricchezza pensionistica come strumento per tenere conto di possibile eterogeneità non osservata: il risultato è una completa sostituzione, anche se le stime risultano meno precise. Complessivamente, dai principali risultati ottenuti si può dedurre che le famiglie reagiscono alla riduzione delle pensioni aumentando i risparmi privati, anche se non in misura sufficiente per garantirsi un consumo uniforme durante il ciclo di vita.

Il lavoro di Attanasio e Rohwedder studia l'impatto delle riforme¹⁶ del sistema pensionistico inglese sulle abitudini di risparmio e di consumo delle famiglie inglesi tra gli anni '70 e gli anni '80. Dal momento l'impatto delle riforme non fu omogeneo sulla popolazione, le differenze di trattamento rilevate vengono sfruttate svolgendo un'analisi difference-in-difference. Dai dati raccolti emerge che dal cambiamento dell'indicizzazione del 1975 derivò una diminuzione della ricchezza pensionistica attesa in media del 50%, anche se sono presenti differenze rilevanti tra le coorti: per le coorti più anziane (nati prima del 1913), la diminuzione fu del 25%, mentre le coorti più giovani circa dell'80%.

¹⁴ Nelle nuove specificazioni la ricchezza privata netta viene sostituita dalla ricchezza finanziaria netta, poiché la ricchezza reale potrebbe essere più illiquida, e potrebbe essere accumulata per ragioni diverse dalla pensione; viene inoltre aggiunta la ricchezza mobiliare tra le variabili di controllo, dal momento che potrebbe rappresentare un bene di consumo piuttosto che d'investimento.

¹⁵ Ulteriori variazioni apportate alla specificazione includono l'aggiunta di variabili per la presenza di un'eredità e per le caratteristiche del partner, nonché l'esclusione dei paesi nei quali le pensioni professionali rappresentano una quota importante del reddito pensionistico (in quanto potrebbero essere considerate una forma di ricchezza privata): tutte queste variazioni tuttavia lasciano le stime pressoché invariate.

¹⁶ In particolare viene considerato l'impatto di tre riforme: due cambiamenti nell'indicizzazione delle prestazioni erogate dal BSP (Basic State Pension), nel 1975 e nel 1981, che comportarono una forte progressiva diminuzione delle future prestazioni dell'intera popolazione, anche se in misura diversa in base all'età degli individui; l'introduzione del SERPS (State Earnings-Related Pension Scheme) nel 1978, uno schema pensionistico addizionale che aumentava le prestazioni degli individui nati dopo il 1913 (quindi le coorti più giovani), non erano coperti da forme pensionistiche private e con guadagni superiori ad un limite soglia stabilito.

Dal secondo cambiamento dell'indicizzazione (1981) conseguì una riduzione complessiva del 43% e, nello specifico, del 20% per gli individui nati prima del 1913 e dell'81% per le coorti più giovani. In merito all'istituzione del SERPS, nuovamente si notano notevoli differenze tra coorti: mentre per i nati prima del 1913 la ricchezza pensionistica derivante dal SERPS costituiva solo lo 0.4% della ricchezza pensionistica pubblica, questa raggiunse il 40% per le coorti nate tra il 1945 e il 1958. Osservando congiuntamente i dati relativi al BSP e al SERPS si può confermare la notevole variabilità interna alle coorti. Da una prima regressione¹⁷ svolta, considerando l'introduzione del SERPS e l'indicizzazione del 1981, emerge una prima evidenza del grado di sostituibilità tra ricchezza pensionistica e tassi di risparmio: i risultati evidenziano una relazione negativa, e vengono inoltre confermati da un secondo test ripetuto per ricchezza pensionistica e consumo che segnala una relazione positiva. Una regressione a variabili strumentali, che utilizza le interazioni tra group dummies (che distinguono per coorti, occupazione, adesione al SERPS) e year dummies come strumenti, nonché variabili demografiche, mostra che la ricchezza pensionistica del SERPS è una buona sostituta dei risparmi finanziari per gli individui con più di 31 anni, e tale sostituibilità continua ad aumentare all'avanzare dell'età; ciò non vale invece per le coorti più giovani, che potrebbero avere vincoli di liquidità. L'effetto di compensazione per la ricchezza pensionistica del BSP, invece, emerge solo per la coorte più giovane. Le differenze di risultato tra SERPS e BSP sono probabilmente spiegate dal fatto che la popolazione probabilmente non percepì del tutto i cambiamenti introdotti dalle riforme, e che il SERPS esclude la parte più povera della popolazione, che probabilmente presenta una sostituibilità bassa per via dei vincoli di liquidità.

¹⁷ Nella regressione vengono incluse group e time (year) dummies; i gruppi sono definiti per coorte, tipo d'occupazione, adesione al SERPS.

LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE

3.1 I PILASTRI DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO

L'istituzione delle forme di previdenza complementare si è reso necessario in un contesto di progressiva riduzione della copertura pensionistica assicurata dal sistema previdenziale pubblico, a seguito delle numerose riforme attuate a partire dal 1992. Un primo passo in tale direzione è stato compiuto con la riforma Amato (D.Lgs.n.124/1993), che ha introdotto per la prima volta nella storia italiana la Previdenza complementare, definendone le principali caratteristiche strutturali¹⁸. Sarà tuttavia la riforma Maroni (D.Lgs.n.252/2005) a portare il maggiore contributo nello sviluppo delle forme complementari - ancora caratterizzate/che ancora registravano tassi di adesione molto contenuti - andando a sostituire completamente il D.lgs 124/1993 ed operando un'ampia riorganizzazione dell'intera disciplina della previdenza complementare¹⁹. In tale sede è fondamentale ricordare il punto più importante della riforma, l'introduzione del principio del c.d. "silenzio-assenso", secondo cui il TFR²⁰ viene automaticamente destinato ad una forma di previdenza complementare in assenza - entro i tempi stabiliti dalla legge - di un'espressa decisione del lavoratore di mantenerlo in azienda.

Per effetto dei suddetti interventi, il Sistema Pensionistico Italiano ha assunto l'ancora attuale conformazione c.d. "multi-pilastro" - in considerazione delle linee guida di ristrutturazione dei sistemi pensionistici nazionali dettate dall'UE-.

Il primo pilastro è rappresentato dal sistema previdenziale pubblico di base, di natura obbligatoria, il cui ente più importante è l'INPS²¹, a cui è affidata la copertura pensionistica della quasi totalità dei lavoratori dipendenti del settore privato, di una buona parte del settore pubblico, e della maggior parte dei lavoratori autonomi. Tramite il prelievo di contributi - a cui si aggiungono gli apporti da parte dello Stato²²-, l'INPS fornisce pensioni di natura previdenziale ed assistenziale, assegni familiari, di

¹⁸ Volontarietà dell'adesione, i destinatari, le fonti istitutive, gli organi di amministrazione e controllo, regole e soggetti abilitati alla gestione delle risorse, i benefici fiscali.

¹⁹ La riforma ha rivisto nello specifico: le modalità di finanziamento delle forme di previdenza complementare, la ridefinizione della disciplina fiscale, il perfezionamento sistema di governance, il potenziamento del sistema di vigilanza (COVIP), l'ampliamento delle tipologie di prestazioni non pensionistiche, i requisiti di permanenza e portabilità della posizione.

²⁰ Trattamento di fine rapporto, determinato accantonando annualmente il 6,91% della retribuzione utile, che viene successivamente rivalutata annualmente al tasso dell'1,5% in misura fissa e dal 75% dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo (ISTAT), al fine di mantenere il potere d'acquisto al termine della carriera lavorativa.

²¹ Istituto nazionale della previdenza sociale

²² Trasferimenti a titolo definitivo e anticipazioni di bilancio

disoccupazione, di malattia e indennità; si affiancano all'INPS enti minori, quali l'INPDAP e le casse di previdenza dei professionisti. Il secondo pilastro comprende la partecipazione collettiva alle forme di previdenza complementare, ed opera in regime di capitalizzazione individuale (contrapponendosi al criterio a ripartizione del primo pilastro): i contributi versati dal lavoratore sono accantonati e gestiti - finanziariamente o con tecniche assicurative - in modo individuale - il conto di ogni iscritto è separato ed indipendente dai conti altrui - e sono finalizzati a di generare una crescita del capitale accumulato. L'adesione è di natura volontaria, e può avvenire su base collettiva nel caso di fondi pensione chiusi (o negoziali), fondi pensione aperti e forme pensionistiche preesistenti, e su base individuale per Fondi pensione Aperti e Piani Individuali Pensionistici (PIP). Il terzo pilastro è rappresentato dalla pensione integrativa individuale, ed anch'esso di natura volontaria; si pone ad integrazione dei due pilastri precedenti ed è specificatamente finalizzato a migliorare il reddito dell'iscritto, anche nel rispetto di eventuali specifiche esigenze e caratteristiche del soggetto stesso (quali la ricerca di un beneficio fiscale, la necessità di una particolare flessibilità o di una particolare protezione dalle perdite). Il terzo pilastro comprende molteplici strumenti di investimento, tra cui i più comuni sono le polizze assicurative c.d. tradizionali (ramo I)²³ o di tipo unit linked (ramo III)²⁴, i piani di accumulo in OICR²⁵ e gli investimenti di lungo termine in obbligazioni e titoli di stato.

3.2 LE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Le forme di previdenza complementare previste dalla normativa sono i “Fondi pensione chiusi” (o negoziali), i “Fondi pensione aperti”, le “forme individuali pensionistiche” (Fondi pensione aperti e PIP assicurativi) e le “forme pensionistiche preesistenti”.

I Fondi pensione chiusi vengono istituiti tramite accordi o contratti collettivi nazionali (contrattazione di I livello) o aziendali (contrattazione di II livello) e sono destinati a tutte le categorie di lavoratori - dipendenti pubblici o privati, quadri, lavoratori autonomi, liberi professionisti, soci lavoratori di cooperative-. La gestione delle risorse può essere esercitata direttamente dal Fondo stesso (quote di Fondi Comuni Immobiliari o Mobiliari Chiusi, azioni o quote di società immobiliari), oppure affidata, tramite convenzione, a soggetti autorizzati (Banche, SIM, imprese assicurative, S.g.r).

²³ Assicurazioni nelle quali la rivalutazione della posizione individuale è collegata a una o più gestioni interne

²⁴ Assicurazioni nelle quali la rivalutazione della posizione individuale è collegata alle prestazioni di Fondi comuni d'investimento (OICR) o a Fondi Interni organizzati in maniera analoga

²⁵ Organismi di investimento collettivo del risparmio

I Fondi pensione aperti vengono invece istituiti da Banche, SIM, imprese assicurative, S.g.r., e sono destinate a lavoratori autonomi, liberi professionisti, dipendenti pubblici o privati, lavoratori parasubordinati, soci di cooperative, che possono aderire collettivamente (c.d. “fondi dedicati”) oppure individualmente²⁶ (c.d. “fondi generici”). Vengono costituiti con patrimonio di destinazione, separato ed autonomo, il cui unico utilizzo è quindi il pagamento delle prestazioni, tutelando così gli iscritti da eventuali aggressioni dei creditori sociali. La gestione delle risorse viene esercitata direttamente dal Fondo stesso (quote di Fondi Comuni Immobiliari o Mobiliari Chiusi, azioni o quote di società immobiliari), oppure viene affidata a soggetti autorizzati (Banche, SIM, imprese assicurative, S.g.r.); spesso accade che i Soggetti Istitutori siano allo stesso tempo i gestori del fondo.

Le forme individuali pensionistiche (FIP) si configurano in una varietà di strumenti, pensati per rispondere ad esigenze e caratteristiche specifiche del soggetto aderente; tuttavia, solamente i PIP (piani individuali pensionistici) vengono considerati alla pari delle altre delle forme complementari, distinguendosi così dagli altri prodotti finanziari. I PIP sono contratti assicurativi sulla vita, in cui sono presenti però specifiche clausole che ne garantiscono il carattere previdenziale, relative al tipo di prestazione, alle modalità di erogazione, ai termini e le condizioni per trasferire o riscattare la posizione. I destinatari possono essere lavoratori autonomi, liberi professionisti, lavoratori parasubordinati, soci di cooperative, dipendenti pubblici o privati (in forma individuale), non lavoratori, familiari a carico, e l'adesione avviene su base volontaria (e mai tacita con versamento del TFR). I PIP, inoltre, sono costituiti sotto forma di patrimonio separato ed autonomo. La gestione finanziaria viene effettuata dalla stessa impresa di assicurazione che ha istituito il PIP, e può essere attuata mediante contratti assicurativi di ramo I, contratti assicurativi di ramo III, oppure forme miste. Le gestioni separate²⁷ sono caratterizzate da una composizione degli investimenti tipicamente prudentiale, e nella maggior parte dei casi da una garanzia di restituzione del capitale versato o di un rendimento minimo, e normalmente viene previsto il consolidamento annuo dei rendimenti. I fondi interni e gli OICR sono invece strutturati in comparti, che presentano differenti combinazioni di strumenti finanziari (e quindi di rischio/rendimento).

Le forme preesistenti comprendono tutte le forme pensionistiche istituite prima del 15 novembre 1992; al loro interno viene applicata una diversa disciplina tra “vecchi iscritti” (aderenti prima del 29/04/1993) e “nuovi iscritti” (aderenti dopo il 29/04/1993).

²⁶ L'adesione collettiva non è ammessa a lavoratori autonomi, liberi professionisti e dipendenti pubblici.

²⁷ Particolari gestioni finanziarie appositamente create dalla Compagnia, nella quale vengono investiti i capitali dei Clienti che sottoscrivono prodotti del "Ramo I".

3.2.1 Il funzionamento

L'adesione alle forme di previdenza complementare è sempre volontaria, e a seguito dell'iscrizione è previsto un periodo minimo di permanenza obbligatorio di due anni. La somma dei risparmi destinati alla previdenza complementare dal sottoscrittore costituisce la sua "posizione individuale"; questa viene affidata ad una gestione finanziaria, dalla quale dipenderanno la performance del Fondo e di conseguenza le prestazioni pensionistiche.

Le Forme pensionistiche complementari ricevono contributi provenienti - nel caso di lavoratori dipendenti - da versamenti a carico del lavoratore, da versamenti a carico del datore di lavoro e dal versamento TFR²⁸; provenienti da versamenti del solo lavoratore, invece, nel caso di lavoratori autonomi, liberi professionisti e soci di cooperative

I fondi sono strutturati in comparti (per linea d'investimento), tra i quali l'aderente sceglie al momento dell'iscrizione sulla base del proprio profilo di rischio ed orizzonte temporale:

- comparti di tipo obbligazionario: hanno profilo di rischio basso, investono principalmente in titoli obbligazionari italiani o esteri e per un massimo del 10% in titoli azionari;
- comparti di tipo azionario: hanno profilo di rischio alto, investono principalmente in titoli azionari italiani ed esteri;
- comparti bilanciati: hanno profilo di rischio medio, investono principalmente in titoli obbligazionari e azionari, italiani o esteri.

Stanno acquisendo sempre maggiore diffusione anche i Fondi pensione con garanzia di capitale o di rendimento, ed i c.d. "Life Cycle"²⁹.

Le forme pensionistiche complementari risultano - nella maggior parte dei casi - "forme a contribuzione definita", nelle quali cioè la prestazione finale è variabile, e dipende dall'ammontare dei contributi versati, dall'andamento della gestione del Fondo, dalla durata del periodo di accumulazione e dal coefficiente di conversione in rendita³⁰. Gli iscritti ricevono le prestazioni pensionistiche una volta maturati i requisiti necessari - gli stessi previsti per la pensione pubblica - ed a condizione che siano trascorsi almeno 5 anni dal momento dell'adesione al fondo. Le prestazioni vengono erogate o in forma di rendita - da rivalutarsi nel tempo e da corrisondersi periodicamente - o in forma di capitale fino ad un importo massimo del 50% del montante della posizione pensionistica maturata, e con la rimanente parte in forma di rendita. La normativa, tuttavia, ammette alcuni casi specifici in cui è possibile ricevere un'anticipazione della prestazione, un riscatto o un

²⁸ Lasciando il TFR in azienda il contributo del dato di lavoro non viene ricevuto

²⁹ L'aderente cambia comparto in funzione al suo "ciclo di vita", spostandosi nel tempo dai comparti azionari (più rischiosi) verso i comparti obbligazionari (più sicuri)

³⁰ In alternativa, le forme "a prestazione definita" prevedono che l'ammontare della prestazione pensionistica venga fissato ex-ante (al momento della sottoscrizione); i contributi quindi vengono adeguati nel tempo in funzione dei rendimenti del fondo al fine di ottenere l'importo stabilito. Tali forme complementari sono perlopiù inutilizzate.

trasferimento (c.d. “prestazioni non pensionistiche”): per le anticipazioni è concesso fino al 75% posizione maturata per acquisto della prima casa e fino al 30% per altri motivi - se trascorsi almeno 8 anni dall’iscrizione -, e il 75% per spese sanitarie particolari in qualsiasi momento; per i trasferimenti e i riscatti viene concesso fino al 100% se viene cambiata l’attività lavorativa, il 100% per trasferimento ad altro fondo (se trascorsi almeno due anni dall’iscrizione), il 50% dopo 12 mesi di inoccupazione e il 100% dopo 48 mesi.

3.2.2 Risk management³¹ nei Fondi Pensione

Come spiegato da Fumagalli, le attività di risk management nei fondi pensione si articolano in:

- controllo del rispetto della normativa e del Regolamento del fondo (comprende il controllo dei limiti di investimento per asset class o area geografica, dei limiti di concentrazione degli emittenti, dei limiti di duration);
- controllo della coerenza tra le politiche di investimento stabilite e la gestione effettiva;
- analisi del rischio del portafoglio, consistente nella valutazione dei fattori che possono comportare perdite di capitale (rischio assoluto);
- valutazione del rischio di scostarsi dal benchmark³² di riferimento, in termini di profilo di rischio-rendimento (rischio relativo);
- valutazione della performance del fondo.

L’analisi dei rischi muove da una iniziale scomposizione del portafoglio nelle dimensioni che lo compongono più rilevanti (area geografica o settoriale, esposizione per emittente o per valuta...), al fine di poter individuare potenziali fonti di rischio.

L’analisi prosegue sfruttando misure di rischio, di tipo quantitativo e qualitativo. Gli indicatori quantitativi mostrano il livello di esposizione al rischio, per esempio rispetto ad un determinato settore, o area geografica, o asset class; esempi di misure di tipo quantitativo sono l’equity beta per le azioni, la duration e il basis point value per le obbligazioni. Tali indicatori permettono di valutare il rischio del portafoglio in relazione ad alcuni driver selezionati, quali gli andamenti dei singoli mercati azionari o i movimenti della struttura per scadenze dei tassi d’interesse; il loro limite è che non permettono di operare una valutazione complessiva del portafoglio.

³¹ “Gestione del rischio”, indica il complesso di processi attraverso i quali vengono identificati, analizzati, quantificati, gestiti, e monitorati i rischi legati ad un particolare processo; l’obiettivo è minimizzare le perdite e massimizzare l’efficacia dei processi.

³² Il benchmark sintetizza l’obiettivo della gestione finanziaria, e costituisce il portafoglio strategico del fondo, cioè la composizione di portafoglio ritenuta ottimale sul lungo periodo rispetto al rendimento atteso e alla propensione al rischio. È importante ricordare che il benchmark della gestione assolve la duplice funzione di indicare la composizione del portafoglio strategico di lungo periodo che sarà preso come riferimento del Gestore e di fungere da parametro rispetto a cui valutare la bontà della gestione.

Un indicatore di rischio complessivo è invece il Var, che “consente di esprimere in un unico numero (in termini monetari o in percentuale sul valore complessivo del portafoglio) la rischiosità dell’intero portafoglio, indicando la perdita potenziale che un portafoglio può subire, con un certo livello di confidenza, su un determinato orizzonte temporale, data l’attuale composizione del portafoglio stesso”³³. Il “relative VaR” consente invece di valutare la gestione effettiva con il benchmark di riferimento. L’indicatore della volatilità della performance di portafoglio è il “TEV” (Tracking Error Volatility), che misura la deviazione standard del differenziale tra i rendimenti del portafoglio e quelli del benchmark in un dato orizzonte temporale. Gli indicatori di rischio-rendimento comprendono invece l’indice Sharpe e l’Information Ratio.

3.2.3 La fiscalità

La fiscalità rappresenta uno dei punti di forza della previdenza complementare, ed è comune a tutte le forme previdenziali.

I contributi versati dagli aderenti – indipendentemente dalla destinazione a fondi italiani o a fondi europei - sono deducibili dal reddito fino a 5.164,57 euro³⁴. Per i lavoratori dipendenti (di prima occupazione al 1° gennaio 2007), inoltre, per i 20 anni successivi al quinto anno di partecipazione al fondo, sono deducibili importi superiori a 5.164,57 fino ad un massimo di 2.582,29 annui (mentre resta fermo il limite a 5.164,57 per le altre categorie di lavoratori). Non è invece fiscalmente deducibile il TFR devoluto al fondo da lavoratore dipendente, mentre i contributi eventualmente non dedotti concorrono alla formazione della base imponibile se il Fondo non ne riceve comunicazione entro la fine dell’anno successivo.

Relativamente alla tassazione dei rendimenti finanziari ottenuti, l’aliquota applicata è del 20% (più favorevole rispetto al 26% stabilito per le altre forme di risparmio finanziario), e del 12,5% nel caso di titoli di Stato; un eventuale risultato negativo viene computato come diminuzione dei risultati di gestione dei periodi di imposta successivi (per l’importo che in essi trova capienza), oppure viene utilizzato dal Fondo in diminuzione del risultato di gestione complessivo delle sue linee d’investimento, nel medesimo periodo di imposta in cui è maturato il risultato negativo, riconoscendo il relativo importo a favore della linea d’investimento che ha maturato un risultato positivo.

Le prestazioni erogate sono considerate redditi assimilabili a quelli di lavoro dipendente e il Fondo stesso è sostituito d’imposta. Le prestazioni sono imponibili per il loro ammontare complessivo, al netto della parte già assoggettata ad imposta (rendimenti finanziari e contributi non dedotti). La

³³ Fonte: Paolo Fumagalli – “Fondi pensione: perché e per chi”, 2011

³⁴ Questo permette di risparmiare circa duemila euro.

ritenuta applicata alla base imponibile è del 15%, e diminuisce annualmente dello 0,3% a partire dal 16esimo anno di partecipazione, fino ad un massimo di 6 punti percentuali di riduzione (a conti fatti, dopo 35 anni di partecipazione l'aliquota diventa del 9%). Per i lavoratori dipendenti la base imponibile comprende il TFR³⁵.

3.2.4 I costi

L'onerosità delle diverse forme pensionistiche viene misurata dall'ISC (indicatore sintetico dei costi), un indicatore - presente all'interno dell'informativa fornita agli aderenti - che rappresenta il peso percentuale dei costi sostenuti annualmente sulla posizione individuale. Le stime dei costi vengono effettuate assumendo contributi versati annualmente pari a 2.500 euro e un rendimento annuo del 4%; poiché all'allungarsi del periodo di partecipazione l'ISC diminuisce (perché si verifica una ripartizione delle spese fisse iniziali), nell'informativa viene presentato un prospetto riferito a diversi orizzonti temporali (2, 5, 10 e 35 anni di partecipazione).

Nei fondi negoziali vengono applicati agli aderenti solamente i costi amministrativi e finanziari effettivamente sostenuti dal fondo, poiché si tratta di organizzazioni senza scopo di lucro; diverso è il caso di fondi pensione aperti e PIP, in cui l'aderente sostiene costi già determinati preventivamente, e tali da assicurare un rendimento all'impresa; ne risulta che i prodotti meno costosi sono i fondi pensione negoziali, con ISC medio dell'1% su 2 anni di partecipazione e dello 0,3% su 35 anni, mentre risultano meno convenienti i fondi aperti (ISC dal 2,3% all'1,2%) e PIP (dal 3,9% all'1,8%). L'ISC dipende anche dalla linea di investimento offerta, presentando normalmente costi maggiori per le linee prevalentemente azionarie.

Su orizzonti temporali di lungo periodo, differenze anche piccole nei costi tra le diverse forme pensionistiche hanno effetti rilevanti sulla prestazione finale: a titolo esemplificativo, su un capitale di 100.000 euro accumulato in 35 anni, un ISC del 2% invece che dell'1% comporta una riduzione del capitale di circa il 18% (ovvero 82.000 euro)³⁶.

Per questa regione, agli aderenti viene fornita un'informativa sui costi che permetta di confrontare le differenze presenti tra le diverse forme pensionistiche e tra le varie tipologie di comparto.

³⁵ La presente normativa viene applicata se il montante è stato accumulato dopo il 1° gennaio 2007; per il resto dei casi è prevista una specifica normativa.

³⁶ Fonte: Covip

Fondi pensione e PIP “nuovi” - Indicatore sintetico dei costi per tipologia di comparto di investimento*(dati di fine 2017; valori percentuali)*

Tipologia comparti		Indicatore sintetico dei costi			
		2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Garantite	Fondi pensione negoziali	1,1	0,6	0,5	0,3
	Fondi pensione aperti	2,3	1,4	1,2	1,1
	PIP “nuovi”	3,7	2,4	1,9	1,4
Obbligazionarie	Fondi pensione negoziali	1,1	0,6	0,4	0,2
	Fondi pensione aperti	1,9	1,3	1,1	0,9
	PIP “nuovi”	3,5	2,4	1,9	1,6
Bilanciate	Fondi pensione negoziali	1,0	0,5	0,4	0,2
	Fondi pensione aperti	2,4	1,6	1,4	1,3
	PIP “nuovi”	3,6	2,6	2,2	1,9
Azionarie	Fondi pensione negoziali	1,2	0,6	0,4	0,2
	Fondi pensione aperti	2,8	1,9	1,7	1,6
	PIP “nuovi”	4,5	3,2	2,7	2,3

Fonte: Covip

3.3 I RISULTATI DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE NEL 2017³⁷

3.3.1 La struttura dell’offerta previdenziale

Secondo la Relazione annuale Covip per il 2017, alla fine dell’anno la previdenza complementare contava 415 forme pensionistiche, con 7,586 milioni di iscritti, 162,3 miliardi di euro complessivi di risorse destinate – una cifra estremamente esigua se confrontata con gli altri Paesi avanzati-³⁸, e contributi versati per 14,9 miliardi.

Delle 415 forme complementari operanti, 35 sono fondi pensione negoziali, 43 fondi pensione aperti, 77 PIP, 259 fondi pensione preesistenti, e 85 fondi c.d. interni³⁹.

Il numero totale delle forme pensionistiche nel 2017 ne conta 304 in meno rispetto al 2000, e continua a diminuire, per effetto di operazioni di accorpamento e fusione che stanno interessando i fondi negoziali, e di un processo di riorganizzazione dei gruppi bancari e finanziari che sta coinvolgendo i fondi aperti e i fondi preesistenti. Questa crescente concentrazione dell’offerta risulta estremamente positiva, essendo fonte di maggior efficienza e di costi conseguentemente inferiori per i sottoscrittori. Relativamente ai tassi di adesione, i PIP risultano essere la forma pensionistica più diffusa (nonostante i costi normalmente più elevati), seguita da fondi pensione negoziali, fondi aperti e forme preesistenti.

³⁷ Fonte: Covip - “Relazione per l’anno 2017”, 2018

³⁸ Fonte: Piccone - “I fondi pensione: questi sconosciuti (per tre quarti di lavoratori)”, Il Sole 24Ore, 2017

³⁹ Piani pensionistici gestiti all’interno di singole aziende (tipicamente bancarie o assicurative) per i propri dipendenti, rappresentati da poste contabili nei bilanci delle aziende stesse.

Forme pensionistiche complementari - Numero di iscritti e posizioni in essere
(dati di fine anno)

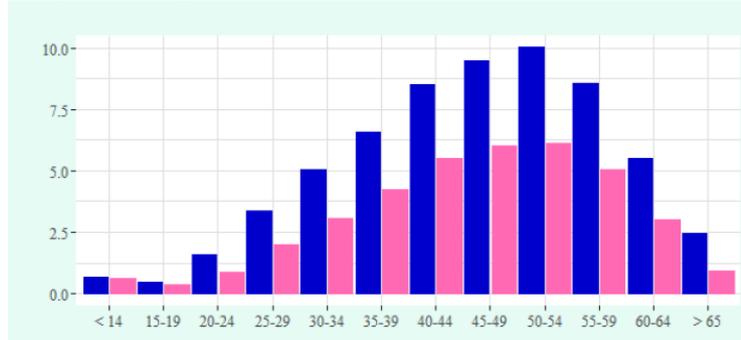
	Posizioni in essere			Iscritti		
	2016	2017	var. % 2017/2016	2016	2017	var. % 2017/2016
Fondi pensione negoziali	2.596.819	2.804.633	8,0	2.560.686	2.761.623	7,8
Fondi pensione aperti	1.258.986	1.374.205	9,2	1.229.970	1.343.159	9,2
Fondi pensione preesistenti	653.352	643.341	-1,5	619.851	610.490	-1,5
PIP "nuovi"	2.881.528	3.104.209	7,7	2.759.135	2.969.187	7,6
Totale	7.427.998	7.961.829	7,2	6.789.005	7.248.829	6,8
PIP "vecchi"	411.242	390.311		411.242	390.311	
Totale generale	7.785.961	8.298.969	6,6	7.146.968	7.585.969	6,1

Fonte: Covip

Per quanto concerne il tasso di partecipazione alla previdenza complementare (in rapporto alla forza lavoro) risulta del 28,9% considerando il totale degli iscritti, mentre scende al 22,1% se si tiene conto solo degli iscritti effettivamente versanti.

Relativamente alla distribuzione per età, il 56,3% degli iscritti ha età compresa tra i 35 e i 54 anni, il 16,2% tra i 15 e i 34, ed il 26,3% ha più di 55 anni.

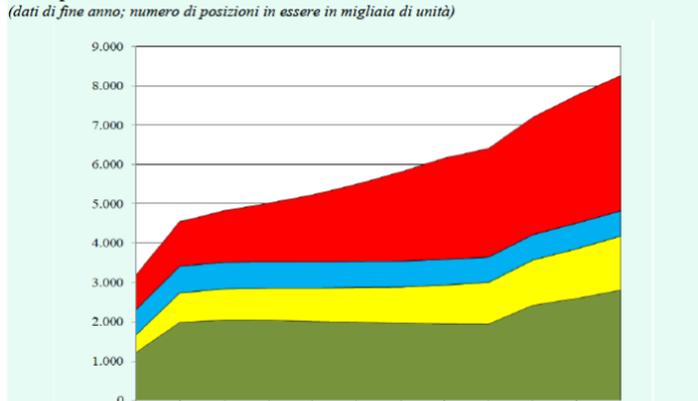
Forme pensionistiche complementari – Iscritti totali per genere ed età
(dati di fine 2017; valori percentuali)



Fonte: Covip

La distribuzione per categoria professionale è evidenziata in figura.

Forme pensionistiche complementari – Numero di posizioni in essere per tipologia di forma pensionistica
(dati di fine anno; numero di posizioni in essere in migliaia di unità)



Fonte: Covip

Fondi pensione e PIP "nuovi" – Flussi contributivi per condizione professionale
(dati di flusso 2017; importi in milioni di euro)

	Fondi pensione negoziali	Fondi pensione aperti	Fondi pensione preesistenti	PIP "nuovi"	Totale
Lavoratori dipendenti	4.662	1.246	3.653	2.597	12.166
di cui: TFR	2.955	550	1.662	657	5.824
Lavoratori autonomi	10	410	42	847	1.309
Altri iscritti	115	255	84	614	1.068
Totale	4.787	1.912	3.779	4.058	14.544
<i>Per memoria:</i>					
Contributo medio					
lavoratori dipendenti	2.030	2.430	7.520	1.890	2.740
lavoratori autonomi		2.410		2.450	2.480

Fonte: Covip

3.3.2 Composizione degli investimenti e rendimenti

Relativamente alla scelta dei comparti d'investimento, alla fine del 2017 circa il 44% degli iscritti si colloca in comparti garantiti, il 38% in bilanciati, il 12% in quelli obbligazionari, ed il rimanente 6% in azionari. Tali dati evidenziano una prudenza – forse eccessiva - dei lavoratori, dal momento che i rendimenti più elevati si sono registrati nei comparti azionari, seguiti da quelli bilanciati, da quelli obbligazionari e per ultimi da quelli garantiti. In particolare, i rendimenti netti del comparto garantito sono tendenzialmente nulli, dal momento che spesso le cedole servono per coprire il costo della garanzia. Inoltre, la protezione dai ribassi fornita dalle opzioni put, in realtà nel lungo periodo potrebbe danneggiare l'investitore, non permettendogli di sfruttare i prezzi inferiori delle azioni (e cioè di aumentare la propria quota di investimento comprando più azioni, a parità di ammontare investito).

I rendimenti aggregati (al netto dei costi di gestione e della fiscalità) ottenuti nel 2017 sono stati in media positivi per tutte le forme pensionistiche, superando il tasso di rivalutazione del TFR⁴⁰, con un guadagno medio dei fondi pensione negoziali del 2,6%, dai fondi aperti del 3,3%, dei PIP tra il 2,2% e l'1,9%, mentre la rivalutazione del TFR⁴² si è attestata sul 1,7%.

⁴⁰ “A ciò ha contribuito il prevalere di condizioni distese sui mercati finanziari internazionali, favorite dalla tenuta dell'espansione dell'attività economica globale. I corsi azionari sui principali mercati si sono posizionati su valori prossimi ai massimi storici in contesto di volatilità ancora molto bassa. Dopo un'ulteriore discesa nella prima parte del 2017, i tassi di interesse sono risaliti nelle principali economie avanzate. Per effetto della lieve ripresa dei tassi di interesse, che comunque si mantengono su livelli storicamente molto bassi, i risultati medi sono stati marginalmente negativi per i comparti obbligazionari puri e modesti per gli altri comparti obbligazionari e per i garantiti.” Fonte: Covip

⁴¹ “Dall'avvio della riforma, la ripartizione delle quote di TFR generate nel sistema produttivo fra i diversi utilizzi è rimasta pressoché costante: circa il 55 per cento dei flussi resta accantonato in azienda, un quinto del TFR viene annualmente versato ai fondi di previdenza complementare e il residuo viene indirizzato al Fondo di Tesoreria.” Fonte: Covip

⁴² Calcolato sommando 1,5% (fisso) e il 75% dell'inflazione

Fondi pensione e PIP “nuovi” - Rendimenti netti (valori percentuali)										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fondi negoziali	-6,3	8,5	3,0	0,1	8,2	5,4	7,3	2,7	2,7	2,6
Garantiti	3,1	4,6	0,2	-0,5	7,7	3,1	4,6	1,9	0,8	0,8
Obbligazionari puri	1,6	2,9	0,4	1,7	3,0	1,2	1,2	0,5	0,2	-0,2
Obbligazionari misti	-3,9	8,1	3,6	1,1	8,1	5,0	8,1	2,7	3,2	2,6
Bilanciati	-9,4	10,4	3,6	-0,6	9,2	6,6	8,5	3,2	3,2	3,1
Azionari	-24,5	16,1	6,2	-3,0	11,4	12,8	9,8	5,0	4,4	5,9
Fondi aperti	-14,0	11,3	4,2	-2,4	9,1	8,1	7,5	3,0	2,2	3,3
Garantiti	1,9	4,8	0,7	-0,3	6,6	2,0	4,3	0,9	0,7	0,6
Obbligazionari puri	4,9	4,0	1,0	1,0	6,4	0,8	6,9	0,9	1,3	-0,3
Obbligazionari misti	-2,2	6,7	2,6	0,4	8,0	3,6	8,0	2,2	1,4	0,4
Bilanciati	-14,2	12,6	4,7	-2,3	10,0	8,3	8,7	3,7	2,7	3,7
Azionari	-27,6	17,7	7,2	-5,3	10,8	16,0	8,7	4,2	3,2	7,2
PIP “nuovi”										
Gestioni separate	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	2,9	2,5	2,1	1,9
Unit linked	-21,9	14,5	4,7	-5,2	7,9	10,9	6,8	3,2	3,6	2,2
Obbligazionari	2,4	3,7	0,6	0,8	4,9	-0,3	3,3	0,6	0,4	-0,7
Bilanciati	-8,3	7,8	2,5	-3,5	6,4	5,8	8,2	1,9	1,5	2,3
Azionari	-32,4	20,6	6,7	-7,9	9,6	17,2	7,1	4,5	6,0	3,2
<i>Per memoria:</i>										
Rivalutazione del TFR	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7	1,3	1,2	1,5	1,7

Fonte: Covip

Complessivamente, il rendimento medio annuo composto dal 2007-2017 è stato del 3,3% per i fondi negoziali, del 3% per i fondi aperti, tra il 2,2% e il 2,8% per i PIP ed il tasso di rivalutazione medio annuo del TFR pari al 2,1 per cento.

I differenziali tra le forme pensionistiche riflettono in gran parte i diversi costi presenti tra le forme pensionistiche.

3.4 LE CAUSE DELLA SCARSA DIFFUSIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

Come evidenziato dalla Relazione annuale Covip, i tassi di adesione alle forme di previdenza complementare restano ancora bassi. Le ragioni dello scarso successo avuto finora dalla previdenza complementare vanno ricercate sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta.

Dal lato della domanda, influiscono sia la ridotta consapevolezza degli individui dei loro stessi bisogni di risparmio ed investimento, sia l'educazione finanziaria, che per gli italiani si attesta su livelli molto bassi.

La capacità limitata di comprendere i cambiamenti apportati ai requisiti pensionistici dalle riforme è già stata oggetto di discussione nel secondo capitolo; l'evidenza empirica ha confermato che anche se gli italiani hanno percepito correttamente la direzione dei cambiamenti indotti dalle riforme, ne

hanno sottostimato l'entità, e che la maggiore incertezza che ha seguito l'introduzione delle riforme ha aumentato la dispersione degli errori sulle aspettative.

Il basso livello di educazione finanziaria che caratterizza la popolazione italiana viene confermato dal recente rapporto redatto della Consob sulle abitudini d'investimento e sui tratti comportamentali degli italiani.⁴³ Secondo la Consob, infatti, la maggior parte degli intervistati ignora anche le più semplici nozioni di base⁴⁴, registrando una percentuale di definizioni corrette compresa solamente tra il 33% ed il 53%; la percentuale scende al 10%-18% se si considerano invece concetti più sofisticati⁴⁵. Inoltre, oltre un terzo degli intervistati ha difficoltà nel valutare la rischiosità delle opzioni di investimento più comuni, ed una percentuale del 59% afferma di preferire una composizione di portafoglio a prevalenza azionaria poiché le azioni siano meno rischiose delle obbligazioni. Una percentuale poco maggiore del 30% degli intervistati ha esibito il c.d. "framing effect"⁴⁶, mentre circa il 40% ha mostrato un disallineamento tra conoscenze effettive e conoscenze percepite, con una sopravvalutazione delle proprie conoscenze nella maggior parte dei casi.

Un fattore che si dimostra particolarmente significativo nell'influenzare i comportamenti e le scelte degli italiani è l'apprensione nella gestione del denaro: circa la metà degli intervistati, infatti, dichiara di provare "ansia finanziaria"⁴⁷, ed in generale l'intero campione mostra un'elevata avversione alle perdite ed una bassa propensione al rischio, esprimendo una netta preferenza per i prodotti a capitale protetto e/o a rendimento garantito.

Emerge infine che circa il 41% degli individui intervistati, prima di compiere un investimento, non sa valutare in maniera adeguata elementi quali l'orizzonte temporale, i propri obiettivi, la propria capacità economica ed emotiva di sopportare il rischio (in particolare più di due terzi del campione considera uno solo tra questi elementi), e che poco più di due terzi sembra monitorare le proprie scelte di investimento.

L'analisi delle determinanti della scarsa diffusione della previdenza complementare dal lato dell'offerta risulta più articolata.

Una prima causa è identificabile nel rapporto tra previdenza obbligatoria e previdenza complementare: ai tassi contributivi già molto consistenti del sistema pensionistico pubblico (33%

⁴³ Fonte: Consob - "Report on financial investments of Italian households, Behavioural attitudes and approaches, Survey", 2017

⁴⁴ Sono state sottoposte le nozioni di inflazione, tasso di interesse semplice, relazione rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio

⁴⁵ Ad es. dimensioni descrittive del rischio di un prodotto finanziario, presenti spesso nell'informativa destinata ai risparmiatori

⁴⁶ Le preferenze venivano modificate a seconda del modo in cui venivano presentate le informazioni

⁴⁷ Mentre solo un terzo del campione esibisce un approccio ottimistico

del reddito per lavoratori dipendenti e 24% per i lavoratori autonomi)⁴⁸ andrebbe aggiunto un ulteriore 10-12% (somma di TFR e contributi aggiuntivi), che renderebbe la percentuale di reddito da destinare a fini previdenziali troppo elevata, in particolare se si tengono in considerazione le esigenze di reddito attuali, aggravate dalla crisi e dalle dinamiche economiche e del mercato del lavoro. I problemi di reddito riguardano in particolare i più giovani, i lavoratori che ricevono basse retribuzioni e per quelli caratterizzati da carriere discontinue; va sottolineato che sono proprio queste le categorie che verranno più penalizzate al momento del pensionamento, stando ai criteri di calcolo delle prestazioni previsti nelle recenti riforme, e che quindi sono proprio queste in particolare che necessiterebbero di una copertura integrativa.

È rilevante considerare che alcuni problemi risiedono anche all'interno della stessa normativa che regola le prestazioni pensionistiche. In primis, i requisiti per ricevere le prestazioni pensionistiche della previdenza complementare sono stati agganciati dal legislatore a quelli della previdenza pubblica, facendo sì che gli iscritti alla previdenza complementare risentano dell'elevata età minima prevista per il sistema pubblico. Inoltre, la possibilità di ottenere in futuro livelli dei tassi di sostituzione simili a quelli attuali viene ammessa dalla normativa a condizione di ritirarsi dall'attività lavorativa ad età più avanzate: tuttavia, è la stessa normativa a rendere obbligatorie età minime di pensionamento molto elevate, facendo ottenere automaticamente tassi di sostituzione alti. Conseguentemente, è probabile che la previdenza integrativa venga percepita come meno necessaria, sottovalutando il fatto che per le generazioni più giovani la prospettiva di pensionamento stia diventando sempre più lontana.

Anche i dati relativi alle prestazioni erogate sono significativi: solo 700 milioni erano rappresentati da prestazioni pensionistiche, mentre circa 3,6 miliardi hanno finanziato anticipazioni e i riscatti; sembra quindi che la maggior parte degli iscritti abbia percepito le forme pensionistiche complementari come forme generiche di risparmio, senza comprenderne la natura previdenziale e l'orizzonte temporale di lungo periodo. A tal proposito, va ricordato che in Italia la partecipazione ai mercati finanziari è sempre stata molto limitata: come sottolinea la Banca d'Italia⁴⁹, nel 2016 le attività reali rappresentavano l'87% della ricchezza netta media delle famiglie, confermando la preferenza degli italiani per questa seconda forma di risparmio.

Infine, va ricordato che l'introduzione della previdenza complementare è stata motivata – oltre che da fini previdenziali - anche dall'intento di rafforzare i mercati finanziari italiani, immettendo nuove risorse (i risparmi degli stessi lavoratori e delle stesse imprese) a favore delle imprese e delle

⁴⁸ “I contributi dei dipendenti del settore privato sono i secondi più elevati dei Paesi OCSE; ne risulta che l'Italia ha le entrate contributive più elevate (in percentuale del PIL) dopo la Grecia e la Spagna”. Fonte: OCSE – “Pension at a Glance”, 2015

⁴⁹ Fonte: Banca d'Italia - “Indagine sui bilanci delle famiglie italiane”, 2018

istituzioni nazionali. I risultati tuttavia appaiono molto limitati, in quanto circa il 63% degli investimenti dei fondi pensione e delle casse professionali (pari a 120 miliardi) è indirizzato in attività estere, mentre solamente il 37% (pari a circa 71 miliardi) viene collocato in Italia, ponendosi in netto contrasto con gli altri Paesi Ocse, nei quali la quota media di investimenti domestici si attesta su circa il 66%.⁵⁰

3.5 I TASSI DI SOSTITUZIONE DELLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA E COMPLEMENTARE⁵¹

A conclusione dell'analisi, è interessante analizzare gli effetti dell'introduzione della previdenza complementare sull'andamento futuro dei tassi di sostituzione (tab.6.4): con riferimento al 2070, si può osservare un incremento del tasso di sostituzione di 14,4 punti percentuali per i dipendenti privati (dal 60,5% al 74,9%), e di 15,9 punti percentuali per gli autonomi (dal 49,1% al 65%). Confrontando i valori del 2010 e del 2070, e tenendo conto sia della previdenza obbligatoria che di quella complementare, si evidenzia un decremento di 0,3 punti percentuali per i dipendenti privati (da 75,2% a 74,9%), e di 9,1 punti percentuali per gli autonomi (da 74,1% a 65%); con la sola previdenza obbligatoria, le riduzioni sarebbero state, rispettivamente, di 14,7 e di 25 punti percentuali.

Un effetto analogo si produce sui tassi di sostituzione netti (al netto dell'effetto fiscale e contributivo).

⁵⁰ “I potenziali ostacoli all'investimento in titoli di emittenti privati italiani, sono: la replica di benchmark di mercato diversificati su scala internazionale nei quali il peso assegnato all'Italia è marginale, lo scarso sviluppo dei mercati dei capitali privati e il numero limitato di imprese quotate, le difficoltà nella valorizzazione e nella liquidabilità di strumenti non quotati”. Fonte: Covip – “Relazione per l'anno 2017”, 2018

⁵¹ Fonte: Ragioneria dello Stato - “Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario”, 2017

Tab. 6.4: tassi di sostituzione della previdenza obbligatoria e complementare al lordo e al netto dell'effetto fiscale e contributivo – Scenario nazionale base (valori in %)⁽¹⁾

	2010	2020	2030	2040	2050	2060	2070
Previdenza obbligatoria (Hp. base)							
	Tassi di sostituzione lordi						
Dipendenti privati	75,2	70,9	67,3	59,6	60,3	60,7	60,5
Autonomi	74,1	54,2	46,7	45,8	48,4	49,2	49,1
	Tassi di sostituzione netti						
Dipendenti privati - Senza coniuge a carico	84,3	80,2	76,8	69,3	70,0	70,4	70,2
Autonomi - Senza coniuge a carico	95,2	76,8	68,2	67,1	70,1	70,9	70,8
Previdenza obbligatoria e complementare⁽²⁾ (Hp. base)							
	Tassi di sostituzione lordi						
Dipendenti privati	75,2	76,6	77,1	72,3	74,6	75,0	74,9
Autonomi	74,1	59,9	56,5	59,8	64,3	65,0	65,0
	Tassi di sostituzione netti ⁽³⁾						
Dipendenti privati - Senza coniuge a carico	84,3	87,5	89,7	86,6	89,6	90,0	89,9
Autonomi - Senza coniuge a carico	103,2	93,0	91,0	97,9	104,6	105,5	105,5

2) L'aliquota contributiva della previdenza complementare è del 6,91%. Il tasso di rendimento reale dei fondi pensione è pari al 3%, al lordo delle spese amministrative e dell'imposizione fiscale. Le spese amministrative sono assunte pari a 0,5 punti percentuali del tasso di rendimento. L'aliquota fiscale è pari al 20% del tasso di rendimento nominale al netto delle spese amministrative.

3) Il passaggio al tasso di sostituzione netto tiene conto della deducibilità prevista per la contribuzione alla previdenza complementare. Per i lavoratori autonomi, la contribuzione alla previdenza complementare risulta interamente deducibile dal reddito imponibile. Per i lavoratori dipendenti, invece, la contribuzione del 6,91% si riferisce all'accantonamento al TFR, non incluso nella retribuzione lorda.

3.6 CONSIDERAZIONI FINALI⁵²

Le misure adottate dal governo italiano nell'ultimo ventennio sembrano aver prodotto effetti relativamente positivi sulle finanze pubbliche italiane. Al 2060, è stimata una riduzione della spesa pensionistica di circa 2 punti percentuali (e di circa 60 punti percentuali cumulati⁵³), in confronto ad una riduzione di 0.1% della media UE. Tuttavia, sottolinea l'OCSE, la spesa si attesta ancora ad un livello molto elevato (circa il doppio della media OCSE), se si considera che nel periodo 2010-2015 l'Italia era il secondo tra i paesi OCSE per livello di spesa pubblica per pensioni (con una spesa pari al 15.7% del PIL nel 2015).

L'analisi del sistema pensionistico, tuttavia, non dovrebbe fermarsi solamente alla valutazione della sua sostenibilità finanziaria, ma anche tenere conto della sua sostenibilità sociale, guardando in particolare all'adeguatezza e all'equità del sistema.

Per quanto concernere l'assetto distributivo, gli interventi di riforma sono andati nella direzione di creare un'armonizzazione tra le categorie d'occupazione⁵⁴, nonché un riallineamento dei requisiti tra

⁵² I principali dati riportati sono ricavati da "Pension at a Glance", OCSE, 2017

⁵³ Fonte: Ragioneria dello Stato

⁵⁴ "Nel lungo periodo, la differenza nell'importo medio pensionistico tra lavoratori autonomi e lavoratori dipendenti, verrà spiegata essenzialmente dai differenziali di aliquota contributiva (24% contro 33%) e dai livelli di reddito/retribuzione imponibili"; Fonte: Ragioneria dello Stato, 2017

lavoratori e lavoratrici⁵⁵; sul piano dell'equità, resta però aperta la questione intergenerazionale. Come spiega Galasso nel suo articolo "Quanto avranno di pensione i giovani d'oggi?", i lavoratori delle generazioni più giovani pagheranno aliquote contributive più elevate rispetto alle generazioni precedenti, ed inoltre avranno una durata del pensionamento inferiore⁵⁶.

Relativamente all'adeguatezza, rileva innanzitutto discutere le conseguenze derivanti dal metodo di calcolo contributivo: la stretta correlazione, che il regime contributivo presuppone, tra i contributi versati e le prestazioni pensionistiche permetterà di ottenere un elevato tasso di sostituzione⁵⁷ ai lavoratori che avranno carriere piene e continue, andando invece a penalizzare i lavoratori con carriere più brevi o periodi di inattività. Come spiega l'OCSE, "l'Italia registra una delle maggiori riduzioni della pensione futura in seguito ad un periodo di 5 anni di assenza dal lavoro retribuito [...]. Nel caso dei lavoratori a basso reddito, la decurtazione della pensione sarà del 10%, nel caso di un ingresso sul mercato del lavoro ritardato di 5 anni, rispetto al 3% in media nell'OCSE"⁵⁸. A questo bisogna aggiungere il fatto che in Italia mancano ammortizzatori efficaci che proteggano la pensione dalle interruzioni di carriera⁵⁹.

Se si considerano la limitata crescita economica ed i bassi tassi di occupazione che caratterizzato il mercato del lavoro negli ultimi anni -influenzando in particolare le coorti più giovani e quelle più vecchie⁶⁰ -, ci si può difficilmente aspettare che in futuro le carriere saranno piene e regolari. A ciò contribuiscono, inoltre, il fatto che l'ingresso nel mercato del lavoro delle nuove generazioni avviene mediamente più tardi che per quelle precedenti⁶¹- fattore che determina minori contributi versati ed anche conseguenze in termini di produttività⁶² -, nonché la diffusione dei c.d. lavori atipici (dipendenti a tempo determinato, collaboratori o prestatori d'opera occasionale) derivante dalle riforme attuate dagli anni '90⁶³.

Alla luce di tutti questi elementi, diventa molto più probabile per le coorti più giovani incorrere nel rischio di una condizione di povertà in età anziana.

⁵⁵ Secondo la legge Fornero l'equiparazione dell'età delle donne con quella degli uomini è stata raggiunta nel 2018.

⁵⁶ Fonte: Galasso - "Quanto avranno di pensione i giovani d'oggi?", 2015

⁵⁷ Secondo l'OCSE, sarà inferiore solo a quello di Paesi Bassi, Portogallo e Turchia.

⁵⁸ Fonte: OCSE - "Pension at a glance", 2015

⁵⁹ Fonte: OCSE - "Pension at a glance", 2015

⁶⁰ I tassi di occupazione nel 2016 erano del 30% per la fascia d'età compresa tra 20 e 24 anni e del 50% tra i 55 e 64 anni, contro i rispettivi 57% e 59% della media dei paesi OCSE

⁶¹ In particolare, l'età mediana di accesso al mercato del lavoro è passata da circa 18 anni per i nati negli anni '40 a circa 21 per i nati negli anni '80. Fonte: "Famiglia e soggetti sociali", Istat

⁶² Secondo l'Istat, "il basso tasso d'occupazione delle coorti più giovani "indica una grave situazione di sottoutilizzo di un segmento di popolazione ad elevato impatto potenziale sullo sviluppo economico del Paese: il livello medio di istruzione di questa coorte di 'prima entrata' è, infatti, decisamente più elevato rispetto all'analoga coorte 'prossima all'uscita' dei 55-64enni (l'incidenza dei laureati è del 25,6% tra i primi contro il 12,4% tra i secondi, quella dei diplomati è pari al 48% contro il 36% circa)"; Fonte: Istat - "Esame delle proposte di legge C. 3478 cost. (Mazziotti di Celso) e C. 3858 cost. (Preziosi)"

⁶³ Fonte: Istat - "Esame delle proposte di legge C. 3478 cost. (Mazziotti di Celso) e C. 3858 cost. (Preziosi)"

Infine, è importante discutere anche l'adeguamento dei requisiti minimi al pensionamento rispetto all'aspettativa di vita. Secondo le stime della Ragioneria dello Stato, l'età pensionistica per le generazioni nate nel 1996 sarà di 71 anni e 2 mesi, contro la media OCSE di 65.8 per gli uomini e di 65.5 per le donne; solo la Danimarca e Paesi Bassi avranno un'età di ritiro superiore a 70 anni.

Sarebbe importante – come sostenuto dalla Commissione Europea nel “Pension Adequacy Report 2018”⁶⁴ - che il meccanismo di adeguamento alla speranza di vita venisse modificato in modo da non tradurre automaticamente i guadagni in aspettativa di vita in una maggiore età pensionistica, ma per permettere che questi tengano conto del fatto che i guadagni in termini di aspettativa di vita possono essere diversi in base al reddito, alla condizione di salute, e ad caratteristiche demografiche.⁶⁵

Complessivamente, risulta evidente che nonostante i progressi fatti sul piano della sostenibilità finanziaria, l'attuale assetto del primo pilastro del sistema pensionistico presenta ancora numerose criticità.

CONCLUSIONI

Alla luce delle precedenti considerazioni, la garanzia della copertura pensionistica offerta dal sistema previdenziale italiano appare sempre più incerta, ed in particolar modo per le generazioni più giovani, per le quali, oltretutto, lo sforzo chiesto dallo Stato in termini contributivi - in nome di quel “patto intergenerazionale” che appare sempre più difficile da mantenere - è sempre maggiore.

I dati ricavati dall'evidenza empirica dimostrano che, complessivamente, la popolazione non è del tutto consapevole del trattamento pensionistico che riceverà durante il pensionamento, e conseguentemente difficilmente adotterà misure precauzionali adeguate ad assicurarsi una sicurezza economica per il pensionamento.

La normativa pensata dal legislatore per promuovere le forme previdenziali si è dimostrata finora insufficiente per il raggiungimento degli obiettivi prefissati; nonostante la fiscalità favorevole e il principio del silenzio-assenso per la destinazione del TFR, le forme pensionistiche previdenziali sono ancora scarsamente diffuse, e presentano tassi di adesione che lasciano scoperto più del 70% della popolazione attiva. Anche il limitato sviluppo dei mercati finanziari italiani e la mancanza di educazione finanziaria che caratterizza la popolazione – due fattori che da sempre condizionano la presenza di attività finanziarie nei bilanci delle famiglie -, hanno senza dubbio contribuito a sfavorire le adesioni alle forme complementari.

⁶⁴ Fonte: European Commission - “Current and future income adequacy in old age in the EU”, 2018

⁶⁵ Fonte: Banca d'Italia - “Le disuguaglianze nella speranza di vita”, 2012

Con particolare riferimento al contesto economico attuale, segnato da una bassa produttività e da elevati tassi di disoccupazione che rendono incerto il mercato del lavoro, è necessario che lo Stato intervenga con politiche volte ad aumentare l'informazione dei cittadini, e che permettano di ripensare il sistema pensionistico nel suo complesso, magari anche rendendo obbligatorie alcune misure che adesso sono volontarie ed offrendo al contempo tutele e garanzie, con lo scopo di rafforzare il ruolo del secondo pilastro e a sostegno del primo, che col passare del tempo si sta rivelando sempre più debole.

BIBLIOGRAFIA

- ALESSIE, R., ANGELINI, V., VAN SANTEN, P., 2013. Pension wealth and household savings in Europe: Evidence from SHARELIFE. *European Economic Review*, 63(2013) 308-329
- ATTANASIO, O., BRUGIAVINI, A., 2003. Social Security and Households' Saving. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(2003), 1075-1119
- ATTANASIO, O., ROHWEDDER, S., 2003. Pension Wealth and Household Saving: Evidence from Pension Reforms in the United Kingdom. *The American Economic Review*, 93(2003), 1499-1521
- BALDINI, M., MAZZAFERRO, C., ONOFRI, P., 2015. *Pension expectations and reality* [online]. Disponibile su < <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/WERSA-Project-Strand1-Retirement-Savings-Italy.pdf> >
- BANCA D'ITALIA, 2012. *Le disuguaglianze nella speranza di vita* [online]. Disponibile su < <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0118/index.html> >
- BANCA D'ITALIA, 2018. *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* [online]. Disponibile su < https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2016/Statistiche_IBF_20180312.pdf >
- BOTTAZZI, R., JAPPELLI, T., PADULA, M., 2006. Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation. *Journal of Public Economics*, 90 (2006) 2187-2212
- CONSOB, 2017. *Report on financial investments of Italian households* [online]. Disponibile su < <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rf2017.pdf/50db8f22-ee9f-4bd4-83ea-55224b820d9d> >
- COVIP, 2018. *Relazione per l'anno 2017* [online]. Disponibile su < <https://www.covip.it/wp-content/uploads/Relazione-Annuale-2017.pdf> >
- EUROPEAN COMMISSION, 2018. *The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU* [online]. Disponibile su < ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=19418&langId=en >
- FUMAGALLI, P., 2010. *Fondi Pensione: perché e per chi*. 1° ed. Milano: Vita e Pensiero
- GALASSO, V., 2015. Quanto avranno di pensione i giovani d'oggi? *LaVoce.info* [online]. Disponibile su < <http://www.lavoce.info/archives/34469/giovani-lavoratori-oggi-pensionati-per-poco-tempo-domani-2/> >
- ISTAT, 2017. *Esame delle proposte di legge C. 3478 cost. (Mazziotti di Celso) e C. 3858 cost. (Preziosi)* [online]. Disponibile su < https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:SxBTy6r0_ncJ:https://www.istat.it/it/files//2017/07/A-AUDIZIONE_5-LUGLIO_2017_EQUITA_INTERGENERAZIONALE.pdf+&cd=6&hl=it&ct=clnk&gl=it >
- JOSSULA, M., 2014. *L'equilibrio imperfetto: le pensioni italiane tra sostenibilità, adeguatezza, equità*. [online]. Disponibile su < https://www.centroeinaudi.it/images/locandine/JESSOULA_ItalianiEuropei_3_2014.pdf >
- OECD, 2015. *Pension at a Glance, Italia* [online]. Disponibile su < https://www.oecd.org/italy/PAG2015_Italy.pdf >
- OECD, 2017. *Pension at a Glance 2017. How does Italy compare?* [online]. Disponibile su < <https://www.oecd.org/italy/PAG2017-ITA.pdf> >
- PATRIARCA, S., 2017. Fondi pensione, le occasioni mancate a 10 anni dalla riforma del Tfr. *Il Sole 24Ore* [online]. 9 Giugno 2017, Disponibile su <

<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-06-08/fondi-pensione-occasioni-mancate-10-anni-riforma-tfr-214429.shtml?uuid=AEjwLbB> >

- PICCONE, B., 2017. I fondi pensione, questi sconosciuti (per tra quarti dei lavoratori). *Econopoly. Il Sole 24Ore* [online], 14 Giugno 2017, Disponibile su < <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/06/14/i-fondi-pensione-questi-sconosciuti-per-tre-quarti-dei-lavoratori/> >
- RAGIONERIA DELLO STATO, 2017. *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario* [online]. Disponibile su < [www.rgs.mef.gov.it/ Documenti/VERSIONE-I/Attivit...soci/...di.../NARP2017-08.pdf](http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit...soci/...di.../NARP2017-08.pdf) >